336.7
C36

economica

Silviu Cerna

Economie monetară

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

III 301779

Editura Universității de Vest

BCU IAS/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

economica

Silviu Cerna

ECONOMIE MONETARĂ

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Editor: Adrian Bodnaru
Coperta colecţiei: Dan Ursachi
Redactor: Irina Dercaci
Paginare: Dragoş Croitoru

ISBN 978-973-125-224-7

© Copyright, 2009, Editura Universităţii de Vest
Toate drepturile asupra acestei ediţii sunt rezervate.
Reproducerea integrală sau parţială, pe orice suport,
fără acordul scris al editurii, este interzisă.

EDITURA UNIVERSITĂŢII DE VEST
300223 — Timişoara, Bd. V. Pârvan nr. 4,
BCUT, cam. 010 B, tel./fax: 0256 592 253

BCU IAŞI - CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

336.7
C36

economica

540255

Silviu Cerna

ECONOMIE MONETARĂ

ACU

472155
B.C.U. IAŞI

Editura Universităţii de Vest
Timişoara, 2009

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Referenți științifici: Napoleon Pop
Liliana Donath

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

3. IAN. 2011

Motto

Cred cu tărie că principala sarcină a teoreticianului economist sau a filozofului politic ar trebui să fie influenţarea opiniei publice pentru a face posibil din punct de vedere politic ceea ce astăzi poate fi imposibil.

F. A. Hayek

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

INTRODUCERE

Economia monetară (Monetary Economics, Économie monétaire) este o ramură a științei economice, care studiază legăturile cauzale dintre cantitatea de monedă aflată în circulație și anumite variabile economice. Obiectivul demersului științific respectiv este cunoașterea procesului de transmisie, adică a modului în care moneda influențează variabile economice „reale" (volumul producției, gradul de ocupare a mâinii de lucru) și/sau prețurile.

Din punct de vedere epistemologic, economia monetară este o simbioză — încă neîncheiată și uneori contradictorie — între teoretizarea apriorică și generalizarea datelor de observație factuală. Teoria monetară, mai mult sau mai puțin formalizată, descrie așa-numita „economie monetară", adică economia în care se utilizează moneda și, eventual, alte instrumente financiare; ea se bazează pe teoriile economice mai generale, cum ar fi, teoria utilității sau teoria echilibrului economic. În cursul timpului, această manieră de tratare a inspirat numeroase investigații empirice. A doua modalitate de abordare a fenomenelor monetare, inițiată, de exemplu, de Smith, Tooke, Thornton etc., constând în analiza cantitativă a problemei fundamentale a relației dintre monedă și prețuri, se regăsește în modelele econometrice cu care operează știința economică modernă.

Necesitatea utilizării ambelor abordări — apriorică și empirică — provine din faptul că existența monedei nu este consecința unei demonstrații teoretice, ci un „datum" instituțional. Însă, integrarea acestui element într-o viziune de ansamblu cu privire la modul de funcționare a economiei se confruntă cu dificultăți care depind de metoda adoptată. Interacțiunea dintre teorie și fapte se manifestă în toate cazurile în ambele direcții, însă, la fel ca în alte științe, validarea și justificarea teoriilor și propozițiilor respective depind de perspectiva din care este privită realitatea.

BCU CLUJ / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

În plus, problema este complicată de faptul că dezvoltarea economici monetare ca disciplină ştiinţifică are relevanţă directă pentru soluţionarea problemelor practice cu care se confruntă elaborarea şi aplicarea politicii monetare. Însă, deoarece bazele teoretice ale politicii monetare sunt valabile doar în anumite condiţii particulare, acţiunea statului în domeniul monetar are şanse de succes numai în situaţiile specifice respective. Această politică nu poate fi aplicată, deci, în alte situaţii, deşi, eventual, aceste situaţii se aseamnă prin prisma parametrilor lor cantitativi. În aceste condiţii, este dificilă, dacă nu imposibilă, delimitarea netă a caracterului teoretic sau empiric al lucrărilor prin care se evaluează — explicit sau implicit — politicile monetare duse de autorităţi în prezent sau în trecut, respectiv, se judecă viitoarele lor politici posibile.

Din cauza acestei interacţiuni complexe între aspectele teoretice şi empirice ale analizei monetare, precum şi a legăturii sale strânse cu aspectele praxiologice ale politicii monetare, organizarea prezentării conţinutului disciplinei economice respective este întotdeauna mai mult sau mai puţin convenţională. În lucrarea de faţă, destinată în primul rând studenţilor, am adoptat o structură care să permită realizarea unor obiective didactice, cum ar fi iniţierea în cunoaşterea mecanismelor, instituţiilor şi teoriilor monetare, însuşirea principalelor concepte şi instrumente analitice utilizate în acest domeniu, dobândirea unor abilităţi cognitive şi deprinderi de operare cu cunoştinţele respective ş.a.m.d. Accentul este pus pe comprehensiunea internă a fenomenelor, nu pe simpla lor descriere exterioară, deşi descrierea este prezentă, fiind prima sarcină a oricărei ştiinţe. În al doilea rând, a fost necesară o prezentare sintetică, astfel încât cititorul să dobândească treptat o viziune de ansamblu asupra unei discipline în care coexistă aspecte instituţionale şi teoretice, calitative şi cantitative, iar apoi să poată constata singur că abordarea instituţională nu se poate dispensa de o anumită abstractizare şi, deci, de teoretizare, iar abordarea teoretică nu se poate lipsi de anumite referinţe la mecanismele concrete.

Această opţiune — prezentare didactică şi sintetică — are, la rândul său, anumite inconveniente, deoarece însăşi abudenţa literaturii domeniului arată că fiecare subiect tratat în cartea de faţă constituie obiectul unor analize mai ample şi mai variate decât cele prezentate de noi. Este evident că am fost nevoiţi să operăm o anumită selecţie a lucrărilor de referinţă şi că nu am putut depăşi o anumită limitare rezultată de aici. Astfel, prezentarea noastră nu are rigoarea formală, ilustrarea statistică sau multitudinea de referinţe la conjunctură sau la istoria monetară recentă cu care sunt obişnuiţi specialiştii. Aceasta, deoarece nu ne propunem să descriem evenimente, ci să explicăm funcţionarea unor mecanisme, care, în mare măsură, sunt atemporale, iar

pornind de aici, să degajăm unele principii general valabile, oricât de puține ca număr ar fi acestea.

O mare parte a lucrărilor actuale din domeniul monetar are caracter econometric. Într-adevăr, econometria joacă un rol important în acest domeniu, deoarece, constituind o abordare intermediară între teorie şi fapte, tratarea econometrică permite testarea unor ipoteze, verificarea funcțiilor matematice construite pe baza diverselor teorii, construirea unor modele de natură să descrie realitatea ş.a.m.d. În fine, econometria poate ghida deciziile publice şi private. Este vorba totuşi despre o disciplină foarte riguroasă, care are propria sa funcție cognitivă şi proprii săi specialişti. În ceea ce ne priveşte, nu ne propunem prezentarea exhaustivă a elementelor econometrice subdiacente, ci doar relevarea semnificației generale a principalelor rezultate obținute.

În conformitate cu cele de mai sus, în primele capitole ale cărții se prezintă aspectele instituționale — naționale şi internaționale — ale fenomenelor monetare, inclusiv unele evoluții recente ale acestora. În această parte a lucrării, o atenție deosebită este acordată problematicii politicii monetare, deşi scopul urmărit nu este prezentarea ultimelor desfăşurări ale dezbaterilor dintre monetarişti, keynesieni şi neoclasici cu privire la obiectivele şi mijloacele acțiunii statului în domeniul monetar, ci examinarea aparatului conceptual şi analitic pe care se bazează controversele respective. Capitolele următoare au un accentuat caracter teoretic, prezentând inclusiv principalele modele care au permis formalizarea diverselor teorii monetare. Scopul urmărit în modul acesta este relevarea fundamentele logice ale analizelor respective şi formarea unei viziuni integratoare asupra obiectului de studiu al economiei monetare.

Timişoara, septembrie 2008 Autorul

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

CUPRINS

I. OBIECTUL ŞI CARACTERISTICILE ECONOMIEI MONETARE 1
1. Obiectul economiei monetare 1
2. Caracteristicile economiei monetare ca disciplină economică 6
2.1. Locul economiei monetare în ştiinţa economică 6
2.2. Caracterul relativ al economiei monetare 9
2.2.1. Variabilitatea şi caracterul relativ al obiectului economiei monetare 10
2.2.2. Iluzia terminologică 13
2.2.3. Metodele de abordare 18
2.2.4. Perspectiva pe termen scurt şi perspectiva pe termen lung 20
2.2.5. Variabile endogene şi exogene 22
2.2.6. Premisele 24
3. Consecinţe epistemologice 27
4. Factorii care determină dezvoltarea analizei monetare 29

II. FORMELE MONEDEI 33
1. Schimbul de mărfuri şi costurile sale 33
2. Formele istorice ale monedei 39
2.1. Moneda metalică 40
2.2. Moneda de hârtie 44
2.3. Moneda scripturală 51

BCU "ALEXANDRU IOAN CUZA" UNIVERSITY LIBRARY

III. SISTEMELE MONETARE 57
1. Conceptul de „sistem monetar" 57
2. Sistemul comercial (cu etaloane paralele) 59
3. Sistemul bimetalist aur-argint 60
4. Sistemul monometalist aur-monede (*Gold Standard*) 63
5. Sistemul etalon aur-devize (*Gold Exchange Standard*) 70
6. Sistemul monetar internațional de la Bretton Woods 76
6.1. Caracteristicile sistemului de la Bretton Woods 78
6.2. Funcționarea sistemului de la Bretton Woods 81
6.3. Criza sistemului de la Brettton Woods 85
7. Sistemul monetar internațional actual (Kingston-Jamaica) 92
7.1. Flotarea cursurilor valutare 93
7.2. Rolul de supraveghere al Fondului Monetar Internațional 95
7.3. Demonetizarea aurului 99
7.4. Rolul Drepturilor Speciale de Tragere 101
8. Uniunea Economică şi Monetară Europeană 104

IV. NATURA MONEDEI 111
1. Abordarea funcțională 112
1.1. Funcția de mijloc de schimb 112
1.2. Funcția de mijloc de măsură a valorii 115
1.3.Valoarea monedei 119
1.4. Funcția de mijloc de rezervă 122
1.5. Alte funcții ale monedei 124
2. Abordarea conceptuală 129
2.1. Moneda ca bun 129
2.1.1. Moneda ca marfă specială 130
2.2.2. Moneda ca bun nematerial 131
2.1.3. Moneda ca prestatoare de servicii 132
2.1.4. Moneda ca bun public 134
2.2.Moneda ca activ 137
2.2.1. Moneda ca avere 138
2.2.2. Moneda ca activ nepurtător de dobândă 141
2.2.3. Moneda ca activ lichid 143
2.3. Moneda ca instituție 145

BCU IAŞI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

2.3.1. Originea instituției monetare 146
2.3.2. Noua economie monetară 147
3. Abordarea formală 150
3.1. Agregatele monetare 151
3.2 Relativitatea agregatelor monetare 153

V. OFERTA DE MONEDĂ ÎNTR-UN SISTEM BANCAR CU DOUĂ NIVELURI 157
1. Cadrul instituțional al ofertei de monedă 158
1.1. Banca centrală 158
1.2. Băncile şi instituțiile de credit asimilate 159
1.3. Alte instituții financiare 161
2. Oferta de monedă în sistemele bancare cu două niveluri 162
2.1. Analiza teoretică a ofertei de monedă 163
2.2. Oferta exogenă de monedă 167
2.3. Multiplicatorul monetar 170
2.4. Oferta endogenă de monedă 176
2.4.1. Noua orientare (*New View*) 177
2.4.2. Oferta de monedă şi oferta de credit 180
2.4.3. Analiza economică a deciziilor autorităților monetare 187
2.5. Analiza tehnică a ofertei de monedă 191
2.5.1. Bilanțurile băncilor ca bază de date pentru analiza variațiilor masei monetare 191
2.5.2. Influența creditului bancar intern 196
2.5.2.1. Potențialul de creditare static al unei bănci 198
2.5.2.2. Potențialul de creditare dinamic al unei bănci 205
2.5.2.3. Potențialul de creditare global al sistemului bancar 217
2.5.2.4. Acțiunea băncii centrale asupra potențialului de creditare al sistemului bancar 219
2.5.2.5. Acțiunea agenților nebancari asupra potențialului de creditare al băncilor 226
2.5.3. Influența anagajmentelor nemonetare ale băncilor asupra ofertei de monedă 227
2.5.4. Influența balanței de plăți asupra ofertei de monedă 229

BCU IASI CENTRU UNIVERSITAR LIBRARY

2.5.5. Efectele monetare ale încasărilor şi plăților în valută între rezidenți 237
3. Ecuațiile ofertei de monedă 239
4. Oferta de monedă şi intermedierea financiară 243

VI. CREAREA LIBERĂ DE MONEDĂ *(FREE BANKING)* 247
1. Controverse cu privire la controlul băncii centrale 248
1.1. Monopolul natural implicat de producerea monedei 249
1.1.1. Costurile de producere a monedei 250
1.1.2. Costurile de constituire a rezervelor 253
1.2. Instabilitatea sistemului bancar 254
1.3. Panica bancară 259
1.3.1. Teoria „baloanelor speculative" 259
1.3.2. Teoria informării incomplete 262
1.3.3. Teoria reglementativă 266
2. Oferta concurențială de monedă 269
2.1. Exemple istorice de activitate bancară liberă 270
2.2. Şcoala contemporană a producerii libere de monedă 275
2.2.1. Teoria modernă a activității bancare libere 276
2.2.2. „Noua economie monetară" 281
2.2.3. Teoria generală a concurenței monetare 283

VII. PROCESUL DE TRANSMISIE 291
1. Canalul prețurilor 293
2. Canalul ratei dobânzii 300
2.1. Modelul general al canalului ratei dobînzii 301
2.2. Modelul *IS-LM* ca descriere a impactului direct al ratei dobânzii 302
2.3. Canalul prețurilor altor active 304
2.3.1. Coeficientul „*q*" 305
2.3.2. Canalul averii 307
2.3.3. Canalul prețurilor caselor şi terenurilor 307
3. Canalele creditului 309
3.1. Canalul creditului bancar 310
3.2. Canalul activului net 312
3.3. Efectele creditului asupra averilor populației 314

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

4. Canalul anticipațiilor 317
4.1. Curba Phillips 318
4.2. Anticipațiile adaptive 322
4.3. Anticipațiile raționale 327
5. Canalul cursului de schimb 331
6. Eficacitatea relativă a diverselor canale 333
7. Consecințe asupra modului de concepere a politicii monetare 335

VIII. POLITICA MONETARĂ 339
1. Obiectivele politicii monetare 339
1.1. Schema generală a politicii monetare 339
1.2. Stabilitatea prețurilor ca obiectiv al politicii monetare 342
2. Strategii de politică monetară 349
2.1. Țintirea cursului de schimb 349
2.2. Țintirea agregatelor monetare 352
2.2.1. Alegerea agregatelor supuse controlului 354
2.2.2. Modalități de control al agregatelor monetare 355
2.2.3. Stabilitatea vitezei de circulație a monedei 358
2.3. Controlul ratei dobânzii 362
2.4. Țintirea inflației 367
2.4.1. Conținutul strategiei țintirii inflației 368
2.4.2. Elementele operaționale 370
2.4.3. Țintirea inflației și transparența 372
2.4.4. Condiții prealabile 373
3. Instrumentele politicii monetare 378
3.1. Taxa de rescont 379
3.1.1. Tehnica resontului 379
3.1.2. Efectele modificării taxei de rescont 380
3.2. Operațiunile *open market* 382
3.2.1. Suportul operațiunilor *open market* 382
3.2.2. Acțiunea operațiunilor *open market* 383
3.2.3. Eficacitatea operațiunilor *open market* 387
3.3. Rezervele obligatorii 390
3.3.1. Efectele modificării rezervelor obligatorii 391
3.3.2. Eficacitatea modificării rezervelor obligatorii 392

BCU IAȘI CAROL I UNIVERSITY LIBRARY

3.4. Instrumente secundare ale politicii monetare 396
3.4.1. Limitarea creşterii creditului 397
3.4.2. Dirijarea creditelor 399
3.4.3. Presiunea morală 401

IX. BANCA CENTRALĂ: CREDIBILITATE ŞI INDEPENDENȚĂ 403
1. Modelul Barro-Gordon 403
2. Credibilitatea băncii centrale 410
3. Transparența băncii centrale 418
4. Independența băncii centrale 428
4.1 Eliminarea influenței vizibile a sferei politice 429
4.1.1. Rolul grupurilor de presiune 429
4.1.2. Ciclul politico-monetar 432
4.2. Măsurarea independenței 437
5. Independența aparentă şi independența reală 443
5.1. Influența ascunsă a oamenilor politici 444
5.2. Oferta birocratică de monedă 446
6. Credibilitate şi încredere 450

X. CEREREA DE MONEDĂ 455
1. Fundamentele microeconomice ale cererii de monedă 455
1.1. Noțiunea de „disponibilități monetare" 456
1.2. Ecuația schimbului şi viteza de circulație a monedei 463
1.3. Ecuația de la Cambridge 466
2. Concepția patrimonială a cererii de monedă 471
2.1. Analiza keynesiană a cererii de monedă 471
2.1.1. Motivele preferinței pentru lichiditate 472
2.1.2. Meritele şi limitele analizei keynesiane 479
2.2. Analiza friedmaniană a cererii de monedă 482
2.2.1. Abordarea patrimonială 482
2.2.2. Dimensiunea empirică a analizei friedmaniane 487
2.2.3. Dezvoltări ulterioare ale analizei friedmaniane 491
3. Concepția tranzacțională a cererii de monedă 495
3.1. Cererea de monedă şi finanțarea tranzacțiilor 496
3.1.1. Deținerile de monedă şi constrângerea bugetară 496

3.1.2. Constrângerea bugetară şi cererea de monedă 502
3.1.3. Motivul finanţării şi cererea tranzacţională 504
3.2. Factorii cererii de monedă în vederea tranzacţiilor 507
3.2.1. Costurile de informare 508
3.2.2. Costurile de tranzacţionare 513

XI. MONEDA ŞI PREŢURILE 525
1. Relaţiile cantitative dintre monedă şi preţuri 525
1.1. Originile istorice ale teoriei cantitative 526
1.2. Abordarea tranzacţională 529
1.3. Abordarea prin venituri 532
1.4. Teoria cantitativă reformulată 536
1.5. Efectul „disponibilităţior băneşti reale" 538
1.6. Efectul anticipaţiilor 541
2. Inflaţia 546
2.1. Definirea inflaţiei 546
2.2. Măsurarea inflaţiei 549
2.3. Cauzele inflaţiei 550
2.3.1. Cauze sociale 551
2.3.2. Legătura cu creşterea economică 552
2.3.3. Inflaţia structurală 557
2.3.4. Inflaţia prin cerere 558
2.3.5. Inflaţia prin costuri 561
2.4. Efectele inflaţiei 564
2.4.1. Inflaţia şi şomajul 565
2.4.2. Inflaţia şi deficitul contului curent 566
2.4.3. Stabilitatea preţurilor şi stabilitatea financiară 567
2.4.4. Inflaţia şi impozitele 572
2.5. Necesitatea asigurării stabilităţii preţurilor 576

XII. MONEDA ŞI RATA DOBÂNZII 579
1. Natura dobânzii 579
1.1. Dobânda ca preţ intertemporal 580
1.2. Pluralitatea ratelor dobânzii 582
1.2.1. Rata de capitalizare şi rata de actualizare 582

BCU IAŞI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

1.2.2. Rata dobânzii *ex ante* şi *ex post* 583
1.2.3. Rata dobânzii reală şi nominală 585
1.2.4. Rata dobânzii şi costul creditului 587
1.2.5. Rata dobânzii netă şi rata de piaţă 588
2. Factorii determinanţi ai nivelului ratelor dobânzii 589
2.1. Procesul de formare a ratei dobînzii reale 589
2.1.1. Piaţa timpului 589
2.1.2. Piaţa creditului 591
2.2. Procesul de formare a ratei dobînzii nominale 594
2.2.1. Efectul Wicksell 594
2.2.2. Efectul Fisher 596
2.2.3. Efectul Keynes 599
2.2.4. Factori identificaţi empiric 603
3. Structura ratelor dobânzii 606
3.1. Structura temporală a ratelor dobânzii 607
3.2. Rolul anticipaţiilor şi riscului ca factori de diferenţiere a dobânzilor 611
3.3. Factorii instituţionali şi influenţa lor structurală 617

XIII. MONEDA ŞI CURSUL DE SCHIMB 621
1. Procesul de formare a cursului de schimb 622
1.1. Cursul de schimb ca preţ al monedei străine 622
1.1.1. Necesitatea schimbului valutar 622
1.1.2. Metode de cotaţie 627
1.2. Piaţa valutară 633
1.2.1. Participanţii la piaţa valutară 633
1.2.2. Componentele pieţei valutare 635
2. Factorii determinanţi ai cursului de schimb 645
2.1. Teoria paritătii puterilor de cumpărare 646
2.2. Teoria paritătii ratelor dobânzii 652
3. Regimuri de cursuri de schimb 656
3.1. Cursul de schimb ca purtător de informaţii 656
3.2. Cursurile de schimb fixe 659
3.3. Cursuri de schimb flexibile 666

XIV. MONEDA ŞI PRODUCŢIA 671
1. Neutralitatea monedei 672
1.1. Legea lui Say 672
1.2. Neutralitatea monedei în modelul walrasian de echilibru economic 674
1.3. Neutralitatea monedei şi anticipaţiile 678
1.3.1. Anticipaţiile adaptive şi neutralitatea pe termen lung. 679
1.3.2. Anticipaţiile raţionale şi neutralitatea pe termen scurt 680
2. Acţiunea prin rata dobânzii 681
2.1. Ecartul dintre rata dobânzii naturală şi rata rata dobânzii monetară 682
2.2. Modificarea structurii producţiei 683
2.2.1. Concepţia şcolii austriece cu privire la procesul de producţie 684
2.2.2. Oferta de monedă excedentară şi distorsionarea structurii producţiei 685
2.3. Incidenţele asupra venitului naţional şi şomajului 687
2.3.1. Fundamentele wickselliene ale analizei keynesiene 687
2.3.2. Legăturile macroeconomice evidenţiate de Keynes 688
2.3.3. Implicaţii asupra politicii monetare 690
2.3.4. Concepţia monetaristă cu privire la rolul economic al factorului monetar 694
2.3.5. Rata dobânzii şi efectul-avere 697
3. Efectul disponibilităţilor băneşti reale 698
3.1. Natura efectului disponibilităţilor băneşti reale 699
3.2. Condiţiile de realizare ale efectului disponibilităţilor băneşti reale 703
3.3. Consecinţele efectului disponibilităţilor băneşti reale 707
3.3.1. Revizuirea tezei keynesiene a şomajului permanent 707
3.3.2. Repunerea în cauză a existenţei dihotomiei clasice 708
4. Integrarea prin procesul de finanţare 710
4.1. Problematica realizării 711
4.2. Moneda, finanţarea şi rigiditatea preţurilor 713
4.3. Condiţiile monetare ale creşterii producţiei 714

BCU IASI CENTRALA UNIVERSITARA LIBRARY

4.3.1. Multiplicatorul investiţional şi motivul finanţării 715
4.3.2. Creditul în modelul IS-LM 717

BIBLIOGRAFIE 721

INDICE DE NUME 737

INDICE DE TERMENI 742

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

I. OBIECTUL ŞI CARACTERISTICILE ECONOMIEI MONETARE

1. Obiectul economiei monetare

Economia monetară constituie unul din capitolele cele mai ample şi mai pline de semnificaţii ale ştiinţei economice. Această disciplină economică se ocupă de un spectru larg de probleme, de la natura şi funcţiile monedei la efectele pe care le exercită variaţiile cantităţii de monedă asupra economiei „reale". Cu toate acestea, drept probleme fundamentale ale economiei monetare — definitorii pentru obiectul său de studiu — sunt considerate următoarele:

a) definirea monedei şi a formelor sale (aşa-zisa problemă a „agregatelor monetare");

b) rolul monedei în economie;

c) valoarea monedei;

d) crearea monedei (oferta de monedă, emisiunea monetară);

e) cererea de monedă;

f) procesul de realizare (sau nerealizare) a echilibrului monetar (între cererea şi oferta de monedă) şi efectele acestui proces asupra economiei „reale" (aşa-zisa problemă a „mecanismului de transmitere").

Într-un anume sens, cea mai importantă problemă a economiei monetare este aceasta din urmă, deoarece le sintetizează pe toate celelalte.

a) Problema definirii monedei şi a formelor sale concrete (problema „agregatelor monetare") constă, în esenţă, în stabilirea precisă a nomenclatorului elementelor (bunuri, active, forme de avere) care, în condiţiile concrete ale unei anumite economii, pot fi şi sunt realmente considerate „monedă" (în diverse accepţiuni ale termenului). Ea nu se reduce, aşadar, la relevarea naturii monedei, ci presupune recenzarea exhaustivă, clasificarea

BCU CLUJ CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

riguroasă şi cuantificarea exactă a formelor monetare realmente existente la un moment dat într-o economie sau alta.

Deşi pare simplă, acestă problemă este, în realitate, destul de complicată, deoarece lista exactă a elementelor care pot fi şi sunt realmente considerate „monedă" depinde de structura instituțional-organizatorică a economiei, în special de arhitectura sectorului financiar-bancar (mai ales, de gama activelor financiare existente). De aceea, problema definirii monedei (şi a formelor acesteia) este una din cele mai complexe şi mai relative cu care se confruntă ştiința şi practica economică, răspunsurile date în cursul timpului la întrebarea aparent simplă: „ce este moneda?" mergând de la formulările cele mai restrictive (de ex., doar anumite mărfuri speciale — metalelele prețioase: aurul şi argintul) la abordările cele mai extinctive (de ex., toate activele lichide existente în economie). Or, este evident că variabilitatea în timp şi spațiu a definițiilor date noțiunii de „monedă", la care se adaugă doza ridicată de convenționalism pe care aceste definiții alternative o conțin, fac ca enunțurile şi mărimile cu care operează economia monetară să fie destul de relative, generând numeroase controverse între economişti. Şi cu toate acestea, rezolvarea corectă a problemei definirii monedei are o importanță fundamentală în economia monetară, deoarece această disciplină economică priveşte într-un mod sau altul moneda, iar relativitatea modului de definire a noțiunii primare amintite diminuează precizia metodelor cantitative de analiză utilizate în acest domeniu. În tot cazul, dat fiind caracterul relativ şi convențional al modului de definire a noțiunii de „monedă", din însuşi acest fapt rezultă necesitatea studierii activelor asemănătoare cu „moneda". Căci, deşi nu sunt „monedă", aceste active sunt considerate adesea ca fiind „cvasimonedă", ceea ce conduce la construirea unor agregate monetare mai cuprinzătoare şi, deci, la adoptarea unei viziuni mai largi cu privire la masa lichidităților existente în economie.

b) Problema rolului monedei în economie ține de faptul că, pe de o parte, utilizarea monedei nu modifică averea agenților economici şi, deci, nu determină creşterea avuției sociale, iar pe de altă parte, schimbul monetar conține anumite elemente care se află într-o serie de legături cauzale directe cu mărimea avuției sociale. Cu alte cuvinte, dintr-un anumit punct de vedere, moneda este neutră (invariantă), în sensul că este un simplu instrument de deservire, care, deşi elimină dificultățile trocului, simplificând enorm viața

economică, nu influenţează evoluţia economiei „reale" (cererea de mărfuri şi servicii, producţia, investiţiile, preţurile, gradul de ocupare a mâinii de lucru, importurile, exporturile etc.). Dintr-un alt punct de vedere, moneda este însă un factor activ al economiei, care influenţează intens dinamica mărimilor economice „reale", complicând astfel condiţiile de realizare a echilibrului economic general şi provocând, în caz că nu funcţionează corespunzător, inflaţie, instabilitate şi recesiune. Moneda are, deci, un dublu caracter: neutral (invariant) şi activ (variant), iar explicarea acestei contradicţii — căci despre o contradicţie este vorba — constituie una din sarcinile majore ale analizei monetare.

c) Problema valorii monedei provine din aceea că deşi, la fel ca mărfurile, moneda întruchipează avuţie socială, fiind forma perfect lichidă a acesteia, valoarea monedei depinde de o serie de factori specifici, care, în mare măsură, sunt diferiţi de factorii care determină valoarea bunurilor obişnuite. Este vorba, în primul rând, de nivelul general al preţurilor mărfurilor şi serviciilor existente în economie, ceea ce face ca valoarea monedei să depindă mai mult de „ceea ce se poate face cu ea", decât de „ceea ce este ea" din punct de vedere material. De aceea, referindu-se la monedă — mai ales la cea modernă, care nu are înfăţişare materială concretă —, unii autori folosesc noţiunea de „putere de cumpărare".

d) Problema creării monedei (ofertei de monedă, emisiunii monetare) constă, de fapt, în două subprobleme:

1) cine anume crează moneda într-o economie sau alta;

2) cum anume este creată şi pusă în circulaţie moneda.

Studierea mecanismelor creaţiei monetare conferă economiei monetare o importantă funcţie practică, manifestată prin utilizarea concluziilor respective pentru realizarea principalului obiectiv pe care îl urmăreşte orice politică monetară raţională: reglarea cantităţii de monedă existentă în circulaţie în concordanţă cu necesităţile economiei.

e) Problema cererii de monedă provine din necesitatea cunoaşterii factorilor care determină comportamentul agenţilor economici (intreprinderi, populaţie, stat etc.) în ceea ce priveşte deţinerea anumitor stocuri de monedă. Această problemă constă, deci, în identificarea factorilor care influenţează deciziile şi înclinaţiile subiecţilor economici de a păstra anumite cantităţi de monedă în scopul efectuării tranzacţiilor curente, din motive de precauţiune, speculative

etc., respectiv tendința lor de a spori sau a-şi reduce disponibilitățile băneşti pe care le dețin.

Complexitatea acestei probleme provine din faptul că printre factorii determinanți ai cererii de monedă figurează nu numai elemente măsurabile statistic (volumul tranzacțiilor cu mărfuri, nivelul general al prețurilor, rata dobânzii etc.), ci şi elemente necuantificabile, cum ar fi, anticipațiile pe care agenții economici le fac cu privire la evoluția viitoare a unor mărimi economice relevante (volumul veniturilor viitoare, prețurile viitoare ale diverselor genuri de active, dobânzile viitoare ş.a.m.d.). De aceea, exprimarea cantitativă a cererii de monedă este susceptibilă de numeroase erori, generând şi ea în plan teoretic şi metodologic numeroase controverse între economişti. Şi cu toate acestea, cererea de monedă constituie o variabilă definitorie a echilibrului monetar, iar, ca urmare, cunoaşterea mărimii şi dinamicii acestei variabile este esențială pentru elaborarea unei politici monetare compatibile cu cerințele stabilității economiei.

f) În fine, procesul realizării (sau nerealizării) echilibrului monetar constituie problema cea mai complicată a economiei monetare. Într-adevăr, acest proces cuprinde o serie întreagă de operațiuni pe care agenții economici le efectuează pentru a-şi ajusta stocurile de monedă pe care le dețin la necesitățile lor de mijloace de plată şi de mijloace de rezervă, adică la cantitatea de monedă pe care consideră că trebuie să o dețină în funcție de activitatea economică pe care o desfăşoară (producție, prestări de servicii, comerț etc.). În mod tipic, aceste operațiuni constau în vânzări sau cumpărări de mărfuri şi servicii, investiții financiare (plasamente) sau dezinvestiții (recuperări de fonduri plasate anterior) etc., adică în operațiuni de schimbare a altor forme de avere pe bani sau, dimpotrivă, de schimbare a banilor pe alte forme de avere. De aceste operațiuni de transformare a monedei în alte genuri de active corporale şi financiare — şi invers —, se leagă însă alte activități, situate la nivele mai profunde ale economiei, cum ar fi cele comerciale (interne şi externe: importuri şi exporturi), de producție, prestări de servicii, efectuarea de investiții productive etc., din care se nasc cererea şi oferta de mărfuri şi servicii, prețurile, rata dobânzii, cursurile valutare ş.a.m.d. Ca urmare, echilibrul monetar se stabileşte, perturbă şi restabileşte prin toate aceste procese şi ajustări economice, financiare şi monetare.

Problema nu se reduce însă la atâta, deoarece, la rândul lor, procesele de reglare şi autoreglare menţionate determină noi variaţii ale cererii şi ofertei de monedă, ceea ce, mai departe, declanşează noi perturbaţii şi noi procese de ajustare a circulaţiei monetare ş.a.m.d. Cererea de monedă, de exemplu, se modifică din cauza modificării volumului tranzacţiilor băneşti, fenomen în al cărui fundal se găseşte modificarea volumului şi structurii cererii de mărfuri şi servicii, modificarea volumului producţiei, investiţiilor, gradului de ocupare a mâinii de lucru (ratei şomajului), preţurilor, ratei dobânzii etc.; oferta de monedă se modifică din cauza modificării volumului creditelor acordate de bănci, a intrărilor şi ieşirilor de capital din ţară etc.

Rezultă că procesul de (ne)realizare a echilibrului monetar — al cărui rezultat este existenţa sau inexistenţa inflaţiei — conţine structuri foarte complexe de tranzacţii cu bunuri şi titluri, ce sunt efectuate, în formă bănească, pe pieţele interne sau internaţionale. Aceasta face ca analistul fenomenelor monetare să se găsească în faţa unei diversităţi de situaţii, de la cele în care cantitatea de monedă folosită nu are nici o importanţă (moneda este neutră), la cele în care variaţiile masei monetare influenţează în mod hotărâtor mărimile rezultate prin agregarea la scară macroeconomică a activităţilor respective: volumul şi dinamica cererii de mărfuri şi servicii, volumul şi dinamica producţiei, nivelul general al preţurilor, mărimea importurilor şi exporturilor, poziţia balanţei de plăţi externe, cursurile de schimb etc.

Desigur, din punct de vedere practic, nu este neaparat necesară cunoaşterea exhaustivă a tuturor acestor structuri de variabile şi de legături cauzale şi funcţionale implicate în procesul de realizare a echilibrului monetar. Şi, de altfel, nici chiar la nivel pur teoretic, o asemenea omniscienţă nu este posibilă. Din perspectivă strict pragmatică, este suficientă — la fel ca în alte domenii ale ştiinţelor sociale — cunoaşterea doar a aspectelor esenţiale ale fenomenelor cercetate, cu condiţia ca această schiţă explicativă să ofere totuşi decidenţilor o imagine coerentă asupra realităţii şi, pe cât posibil, mai multe variante de acţiune. Incumbă, deci, autorităţilor să utilizeze corect sau să lase nefolosit bogatul tezaur de cunoştinţe pe care îl conţine ştiinţa economică. Însă, dacă autorităţile ignoră aceste învăţăminte, suferă nu ştiinţa abstractă, ci oamenii în carne şi oase care trăiesc în societatea respectivă.

2. Caracteristile economiei monetare ca disciplină economică

Problemele menționate în paragraful anterior definesc obiectul de studiu al economiei monetare ca disciplină științifică, determinând astfel caracteristicile acestei ramuri a științei economice. Aceste caracteristici se referă la locul economiei monetare în cadrul științei economice, structura sa tematică, caracterul său relativ și la metodele și instrumentele de cercetare utilizate.

2.1. Locul economiei monetare în știința economică

Obiectul de studiu al economiei monetare — definit, în linii mari, de problemele fundamentale menționate — determină, în primul rând, locul economiei monetare în știința economică. Se știe că până în prezent nu s-a ajuns însă la crearea unei științe economice universale, în sensul de corp coerent de cunoștințe despre toate fenomenele economice, din toate timpurile și din toate locurile. Ceea ce există, în schimb, este un anumit număr de teorii economice, care cuprind cunoștințe mai mult sau mai puțin riguroase cu privire la diverse procese economice, însă aceste cunoștințe sunt departe de a putea fi integrate într-o știință economică unică, atemporală și aspațială, așa cum sunt științele naturii, în primul rând, fizica. De altfel, nici în domenii economice mai restrânse, cum ar fi, cel al producției, al finanțelor, al schimburilor externe etc., nu există o singură teorie, ci o pluralitate de teorii, care adeseori sunt divergente. Din numeroase motive — de care nu ne ocupăm aici —, dezvoltarea științei economice, caracterizată, la fel ca în cazul altor științe, prin două procese opuse — diferențierea și specializarea, pe de o parte, și integrarea, pe de altă parte — a avut loc până acum astfel încât ceea ce a predominat a fost specializarea. Ca urmare, nu există și, probabil, nu va exista în viitorul apropiat o singură teorie a fenomenelor economice, ci o pluralitate de teorii, mai mult sau mai puțin integrate într-o viziune unitară asupra modului în care se desfășoară viața economică. Economia monetară cuprinde câteva dintre aceste teorii.

Problema legăturilor dintre diverse teorii economice, a gradului lor de întrepătrundere, a cauzelor și consecințelor acestor interferențe este foarte vastă și nu ne propunem să o abordăm aici. Însă, chiar și fără a prezenta pe larg toate

aceste chestiuni, se poate afirma că economia monetară constituie una din disciplinele economice cu cele mai multe contigenţe cu celelalte domenii ale ştiinţei economice şi cu alte ştiinţe sociale. Un exemplu de natură să susţină această afirmaţie este faptul că majoritatea economiştilor importanţi (Smith, Ricardo, Marx, Keynes, Hicks, Mises, Hayek, Samuelson, Friedman etc.) au consacrat monedei capitole ample, pe care le plasează în contextul celorlalte analize economice şi sociale constitutive ale operei lor ştiinţifice.

O ilustrare a multiplelelor interferenţe care există între economia monetară şi alte ramuri alte ştiinţei economice este mult discutata problemă a inflaţiei. Într-adevăr, inflaţia este, în primul rând un fenomen monetar, deoarece este indisolubil legată de creşterea cantităţii de monedă utilizate în economie, însă este numai parţial un fenomen monetar, căci poate fi provocată şi de alte cauze economice, cum ar fi, creşterea costurilor. Mai mult chiar, inflaţia este numai parţial un fenomen economic, deoarece, pe lângă amintitele componente economice, conţine şi anumite elemente de natură socială, politică etc., constituind, deci, obiect de studiu şi pentru alte ştiinţe sociale: sociologia, politologia etc. Astfel, inflaţia este, în esenţă, o competiţie, care apare dintr-un motiv sau altul în economie, între deţinătorii factorilor de producţie pentru împărţirea suplimentului de venituri băneşti, având, prin aceasta, numeroase caracteristici ale fenomenului de conflict social. Or, studiul cauzelor şi consecinţelor conflictelor sociale este este o problemă care transcede graniţele convenţionale ale ştiinţei economice.

O a doua caracteristică a economiei monetare — determinată, de asemenea, de natura problemelor de care se ocupă — este combinaţia specifică de elemente micro- şi macroeconomice pe care le conţine. Modul de combinare a elementelor micro- şi macroeconomice conţinute de economia monetară poate fi ilustrat chiar şi numai prin examinarea unei tranzacţii băneşti elementare: a da sau a primi o anumită sumă de bani. Astfel, se constată că orice tranzacţie bănească se compune din mai multe acte bilaterale (la vânzător: a da marfa şi a primi banii; la cumpărător: a da banii şi a primi marfa; la debitor: a primi banii şi a-şi asuma o datorie; la creditor: a da banii şi a accepta o creanţă), care, la nivelul microeconomic reprezentat de ansamblul format din cele două părţi participante (vânzător-cumpărător; debitor-creditor), se compensează între ele. Aceasta face ca, la scara întregii economii, tranzacţiile băneşti să apară ca un factor neutral (invariant), care nu determină, deci, nici un fel de modificări ale

valorilor reale ale mărimilor economice care exprimă avuția națională și venitul global. De aceea, se poate spune că tranzacțiile bănești se caracterizează prin transferul de echivalente[1]. Spre deosebire de aceasta, la nivelul microeconomic reprezentat de patrimoniul fiecărui agent economic privit izolat, tranzacția bănească este un factor activ (non-neutral), în sensul că determină modificarea structurii averilor participanților (la vânzător: scăderea cantității de bunuri fizice și creșterea volumului disponibilităților bănești; la cumpărător: creșterea cantității de bunuri fizice și scăderea volumului disponibilităților bănești; la debitor: creșterea volumului disponibilităților bănești și creșterea volumului datoriilor; la creditor: scăderea volumului disponibilităților bănești și creșterea volumului creanțelor; etc.), devenind, astfel, cauză sau efect al comportamentelor pe care agenții economici respectivi le manifestă în ceea ce privește deținerea de bunuri și de bani. Aceste comportamente își relevă consecințele la început în planul microeconomic al relațiilor dintre agenții economici respectivi și alți agenți economici (vânzătorul unei mărfi folosește banii obținuți pentru cumpărarea unei alte mărfi de la un alt agent economic; cumpărătorul inițial poate revinde marfa, obținând alți bani ș.a.m.d.), însă, treptat, aceste efecte se repercutează la scară macroeconomică, unde se manifestă ca modificări ale mărimilor economice agregate: cererea de mărfuri și servicii, volumul producției (ofertei), nivelul prețurilor, volumul importurilor și exporturilor etc.

Concluzia care se desprinde din cele de mai sus este că deoarece însăși tranzacția bănească elementară conține o multitudine de elemente micro- și macroeconomice, economia monetară ca disciplină științifică cuprinde și ea o serie de dimensiuni micro- și macroeconomice.

De aici, rezultă că nu este suficientă analiza monetară efectuată la nivel macroeconomic, deoarece o asemenea abordare reducționistă riscă să conducă la concluzii eronate, care nu au o fundamentare adecvată în cunoașterea aprofundată a comportamentului specific al diverselor categorii de agenți economici în ceea ce privește deținerea și utilizarea banilor. Pe de altă parte, nici cantonarea analizei exclusiv la nivel microeconomic nu este indicată, deoarece este imposibilă explicarea tuturor fenomenelor monetare în termeni

[1] — Caracteristica se întâlnește atât în cazul tranzacțiilor bănești bilaterale, cât și în cazul celor multilaterale, la care participă mai mulți agenți economici, fie în calitate de plătitori, fie de încasatori.

microeconomici, scara la care se manifestă fenomenele respective fiind cea a economiei în ansamblul său.

Proporţia elementelor micro- şi macroeconomice diferă de la un capitol la altul al economiei monetare, în funcţie de natura problemelor studiate. În principiu, se poate spune că elementele micro-economice, adică cele care privesc comportamentul monetar al diverselor categorii de agenţi economici priviţi izolat, predomină în capitolele care se ocupă de cererea şi oferta de monedă. Elementele macroeconomice, adică chestiunile care ţin de legăturile cauzale, considerate la scara întregii economii, dintre diverse variabile monetare, respectiv dintre variabilele monetare şi variabilele nemonetare, predomină în capitolele referitoare la procesul de (ne)realizare a echilibrului monetar şi la „mecanismul de transmisie" a efectelor acestui proces. Este vorba îndeosebi despre efectele exercitate asupra următoarelor mărimi economice agregate: cererea de mărfuri şi servicii, volumul producţiei (ofertei), nivelul general al preţurilor, volumul importurilor şi exporturilor etc.

A treia caracteristică a economiei monetare — determinată, de asemenea, de obiectul său de studiu — este combinaţia specifică de elemente calitative şi cantitative pe care le conţine. Proporţia acestor elemente diferă şi ea de la un capitol la altul al economiei monetare, însă, în general, se poate spune că raporul respectiv s-a modificat rapid în ultimele decenii în favoarea celor din urmă.

2.2. Caracterul relativ al economiei monetare

Problemele monetare interdependente, menţionate la începutul acestui capitol, se pun în orice comunitate umană, indiferent de sistemul său social-economic şi de felul banilor pe care îi foloseşte (bani-marfă cu valoare proprie deplină, semne băneşti fără valoare proprie, monedă metalică, bancnote etc.), singura condiţie pentru ca ele să apară fiind depăşirea fazei trocului şi recursul la schimbul de mărfuri cu ajutorul banilor („economie monetară" — în sens de tip de economie). Cu toate acestea, termenii concreţi în care se pun şi se rezolvă aceste probleme diferă de la un sistem social-economic la altul, de la un grad de dezvoltare economică la altul, precum şi în funcţie de formele de monedă utilizate şi de alte condiţii concrete existente în diverse colectivităţi umane. De

aceea, la fel ca întreaga ştiinţă economică, economia monetară este o construcţie ştiinţifică relativă, cu grad de generalitate destul de limitat.

2.2.1. Variabilitatea şi caracterul relativ al obiectului economiei monetare

Un prim factor care determină caracterul relativ al economiei monetare este variabilitatea obiectului său de studiu. Astfel, la fel ca în cazul tuturor proceselor economice (şi sociale), o caracteristică esenţială a fenomenelor monetare menţionate este permanenta lor schimbare calitativă. De aici şi provin, de altfel, principalele deosebiri dintre ştiinţa economică (şi alte ştiinţe sociale) şi ştiinţele naturii. Într-adevăr, dacă, în ştiinţele naturii, obiectul de studiu nu suferă, de regulă, schimbări de ordin calitativ, obiectul ştiinţei economice (modul de alocare a mijloacelor rare în scopuri alternative[1]) diferă din punct de vedere calitativ de la un sistem social-economic la altul, de la un grad de dezvoltare economică la altul, de la o ţară la alta ş.a.m.d. Ca urmare, nu există şi nici nu poate exista o ştiinţă economică unică, valabilă pentru toate timpurile şi pentru toate locurile, aşa cum este adesea cazul în ştiinţele naturii.

În cazul economiei monetare, această trăsătură generală a ştiinţei economice (şi a altor ştiinţe sociale) are drept consecinţă dependenţa strânsă a cunoştinţelor sale constitutive de sistemul social-economic, de gradul de dezvoltare economică şi de alte asemenea caracteristici ale economiei avute în vedere. Într-adevăr, se constată că „moneda" şi celelalte concepte cu care operează economia monetară (bani, credit, sistem monetar, masă monetară, cerere de monedă, echilibru monetar etc.) desemnează realităţi care se întâlnesc în toate economiile care au depăşit faza trocului şi că simpla prezenţă a acestor elemente produce modificări importante în desfăşurarea majorităţii proceselor economice importante (producţie, schimb, repartiţie, finanţare, comerţ exterior etc.). Însă, natura şi modul de manifestare a acestor modificări pe care factorul monetar le produce în funcţionarea economiei diferă mult de la un tip de economie la altul (de piaţă, planificată)[2], de la un grad de dezvoltare economică la altul ş.a.m.d. Aceste

---

[1] — Robbins L., *Essay on the Nature and Significance of Economic Science*, 1932.

[2] — În ştiinţa economică modernă, noţiunile de „economie de piaţă" — „economie planificată" şi, corelativ, „piaţă perfectă" — „planificare perfectă" sunt termeni mai degrabă tehnici, decât ideologici. Ele sunt folosite pentru desemnarea unor situaţii ideale, adică a unor modele teoretice ale realităţilor din lumea contemporană, care reflectă principiile organizatorice şi funcţionale majore ale sistemelor social-economice respective, nu toate detaliile acestora. De

deosebiri se concretizează prin tipurile de monedă utilizate (monedă metalică cu valoare proprie deplină, bancnote convertibile sau neconvertibile, monedă de cont etc.), prin mecanismele de creare a monedei şi — prin aceasta — prin instrumentele de reglare a masei monetare, prin canalelele de acţiune a variaţiilor masei monetare asupra evoluţiei economiei etc.

În aceste condiţii, obiectul de studiu al economiei monetare are un caracter variabil şi relativ nu numai din cauza multiplelor sale interferenţe — greu de precizat — cu fenomenele de care se ocupă alte discipline economice (şi sociale), ci şi datorită dependenţei sale strânse faţă de sistemul social-economic, de gradul de dezvoltare economică şi de alte asemenea condiţii concrete existente într-o economie sau alta. În mod practic, aceasta înseamnă că diverse părţi ale economiei monetare, corespunzătoare unor tipuri de economie şi unor grade de dezvoltare economică diferite, au un conţinut specific: capitolele referitoare la economia de piaţă sunt diferite de cele care privesc economia planificată, iar, în fiecare din aceste două cazuri, conţinutul este diferit şi în funcţie de gradul de dezvoltare economică, de condiţiile concrete existente în ţara respectivă ş.a.m.d.

Faptul că între fenomenele monetare şi fenomenele din celelalte domenii ale economiei există multiple interdependenţe, care diferă ca natură şi mod de manifestare de la un sistem social-economic la altul, de la un grad de dezvoltare economică la altul etc., sugerează că pentru înţelegerea tezelor diverselor teorii monetare specifice — care se referă, deci, la un anumit tip de economie şi la un anumit grad de dezvoltare economică — este necesară încadrarea acestora în

---

exemplu, noţiunea de „economie de piaţă perfectă" („concurenţă perfectă") desemnează situaţia în care nici un agent economic privit izolat (indivizi, firme etc.) nu poate influenţa nivelul preţurilor, în timp ce noţiunea de „economie planificată perfectă" („planificare perfectă") desemnează situaţia în care principalele decizii economice — cu excepţia deciziilor personale ale populaţiei privind cumpărarea bunurilor de consum şi alegerea locurilor de muncă — sunt concentrate la nivel central. Problema nu este, deci, de a stabili în ce măsură stările de lucruri observate în economiile contemporane corespund conceptelor amintite, căci este clar că nici piaţa şi nici planificarea nu sunt „perfecte", în sensul definit mai sus. Adevărata problemă este de a şti dacă aceste concepte sunt valabile din punct de vedere intelectual pentru a putea descrie cu ajutorul lor, măcar şi numai parţial, modul în care funcţionează sistemele economice contemporane. Or, se constată că ambele concepte amintite desemnează situaţii idealizate, diametral opuse, cărora le corespund însă în diverse grade principalele concepţii economice şi principalele genuri de soluţii practice existente în economiile contemporane. Tot ceea ce putem spera, aşadar, de la aceste concepte este să ne ajute să lămurim unele aspecte ale modului în care funcţionează sistemele economice contemporane, nu toate aspectele acestuia.

contextul mai general reprezentat de teoriile economice cu privire la modul de funcționare a economiei respective. Cu alte cuvinte, economia monetară (*Monetary Economics*) este o parte a științei economice generale (*Economics*) și a aplicațiilor acesteia pe cazul diverselor tipuri de economie (de piață, planificată, emergentă etc.), iar, ca urmare, analizele monetare nu pot fi înțelese și aplicate decât având în vedere acest context.

Pe lângă relativitatea obiectivă a economiei monetare, determinată de caracterul variabil și relativ al obiectului său de studiu, mai trebuie amintită și ceea ce s-ar putea numi relativitatea subiectivă, provenită din faptul că ideile monetare sunt influențate de elementele ideologice, politice, culturale etc., care există într-o societate sau alta, precum și de matricea culturală și de valorile etice ale fiecărui autor.

Totuși, în măsura în care încearcă să explice și nu să judece fenomenele monetare, analistul trebuie să privească structura social-economică a comunității umane pe care o are în vedere ca o situație de fapt dată, ceea ce se reflectă în alegerea temelor abordate, în principalele ipoteze de lucru adoptate, în modul de folosire a ipotezelor respective pentru deducerea anumitor concluzii etc., adică în întreg procesul de investigare a fenomenelor monetare concrete.

De asemenea, acceptarea sau neacceptarea — explicită sau implicită — a sistemului social-economic folosit ca referențial se reflectă în scopurile urmărite de cercetător, în interpretare faptelor de observație, în semnificația pe care o conferă legăturilor cauzale pe care le descoperă, în criteriile de validare a cunoștințelor cu care operează ș.a.m.d. — toate acestea explicând, în mare măsură, de ce unul și același fenomen monetar este interpretat diferit din punct de vedere teoretic.

Alegerea problemelor pe care ni le punem și a perspectivei din care „fotografiem" realitatea obiectivă sunt amândouă, în ultimă instanță, de natură subiectivă. Ca urmare, îndeosebi în materie de științe sociale, suntem prinzonierii — și, uneori, victimele — ideilor noastre preconcepute, prejudecăților, pasiunilor și intereselor noastre mai mult sau mai puțin sordite. Referindu-se la această forță a ideilor în ultimele pagini ale celebrei sale lucrări, *Teoria generală a folosirii mâinii de lucru și a banilor*, Keynes scria următoarele:

„Ideile economiștilor și ale teoreticienilor politicii, și atunci când au dreptate și atunci când greșesc, exercită o influență mai puternică decât se crede de obicei.

Într-adevăr, puține alte lucruri guvernează lumea. Oamenii de acțiune, care se cred liberi de orice influențe intelectuale, sunt de obicei robii vreunui economist defunct. Maniacii aflați la putere, pe care îi inspiră glasuri ce numai ei le aud, își extrag declarațiile delirante din operele vreunui scrib savant apărute cu cîțiva ani mai devreme. Am convingerea că forța drepturilor cîștigate este mult exagerată în comparație cu penetrarea treptată a ideilor. Este adevărat, acestea nu acționează imediat, ci după un timp oarecare, căci în domeniul teoriei economice şi politice nu sunt mulți aceia pe care îi influențează idei noi după ce trec de vîrsta de 25 sau 30 de ani, astfel încît este puțin probabil ca ideile pe care funcționarii publici, politicienii şi chiar agitatorii le aplică la evenimentele curente să fie dintre cele mai noi. Dar, mai devreme sau mai tîrziu, ideile şi nu drepturile cîştigate sînt cele care se dovedesc periculoase, şi în bine şi în rău"[1].

Concluzia este că gradul maxim de obiectivitate la care economia monetară poate aspira este foarte scăzut, căci depinde de o serie de factori variabili: însuşi obiectul de studiu, interdependențele dintre acesta şi sistemul social economic, mediul cultural etc.

2.2.2. Iluzia terminologică

Un alt factor care determină caracterul relativ al economiei monetare este ceea ce s-ar putea numi „iluzia terminologică". Aceasta constă în echivocurile şi ambiguitățile suplimentare create prin utilizarea inconştientă a unor termeni diferiți pentru a desemna unul şi acelaşi lucru, sau, dimpotrivă, aplicarea aceluiaşi termen la realități complet diferite.

Un exemplu de natură să ilustreze primul caz este cel al noțiunilor de „ban" şi „monedă", care sunt noțiuni fundamentale (primare) în acest domeniu. Într-adevăr, întreaga analiză monetară se referă într-un mod sau altul la instrumentul de schimb şi la legăturile sale cu modul de funcționare a economiei în ansamblul său. Or, în limba română, instrumentul de schimb este numit cu ajutorul a două noțiuni, care, în funcție de context, au uneori acelaşi sens, dar alteori au sensuri diferite[2].

---

[1] — Keynes J. M., *Teoria generală a folosirii mîinii de lucru, a dobînzii şi a banilor*, Editura ştiințifică, Bucureşti, 1970, p. 385.

[2] — Situația nu este specifică limbii române, întâlnindu-se şi în alte limbi indo-europene: argent — monnaie (franc.), Currency — Money (engl.), Geld — Munze (germ.).

Cuvântul „ban" provine, se spune, de la piesele monetare bătute de banii slavoni între anii 1270–1380 (dinarii banali), care au circulat în număr mare şi pe teritoriul primelor formaţiuni statale româneşti. Este vorba despre un fenomen lingvistic mai general în limba română, după care monedele bătute de împăraţii bizantini ca Roman IV sau Constantin XIII au fost numite „romanaţi", respectiv „constantinaţi", iar monedele bătute de dogii Veneţiei erau numite „ducaţi"[1].

Conform dicţionarelor, principalele sensuri actuale ale cuvântului „ban" sunt următoarele:

1) unitate monetară şi monedă egală cu a suta parte dintr-un leu; monedă mărunţă, divizionară a leului;

2) echivalent general al valorii mărfurilor (fiind el însuşi o marfă); monedă de metal sau hârtie recunoscută ca mijloc de schimb şi de plată; argint[2].

În sensul de la pct. 2), noţiunea de „ban" este o noţiune generică pentru toate felurile de monedă şi de semne de valoare. Ca urmare, dicţionarele de specialitate dau pentru acest din urmă sens următoarea definiţie: *„un instrument social, o formă particulară imediat mobilizabilă a avuţiei sociale, o întruchipare transmisibilă şi omnivalentă a puterii de cumpărare, care conferă deţinătorului dreptul asupra unei părţi din produsul social al ţării emitente"*[3].

Cuvântul „moneda" îşi are originea în atributul „Moneta" (înţeleapta, sfătuitoarea) (lat.) al anticei zeiţe romane Iunona (Iunon Moneta), în templul căreia statul roman instalase întâmplător unul din primele ateliere de batere a pieselor monetare, care aveau imprimate pe una din feţe chipul zeiţei[4]. Sensul consacrat este : *„ban de metal (rar de hârtie) care are sau a avut curs legal pe teritoriul unui stat; ban de metal (de valoare mică); mărunţiş"*[5].

Noţiunea de „monedă" nu este, deci, o noţiune generică, ci se referă la o anumită categorie de „bani", şi anume la *„piesele din metal — aur, argint, cupru*

---

1 — Dumitrescu Ş., *Tratat de monetă*, Academia de Ştiinţe Comerciale şi Cooperatiste din Bucureşti, 1948, p. 181.

2 — *Dicţionarul explicativ al limbii române*, Academia Română, Institutul de Lingvistică „Iorgu Iordan", Editura Univers Enciclopedic, 1998.

3 — Kiriţescu C., *Moneda, mică enciclopedie*, Ed. Ştiinţifică şi Enciclopedică, Bucureşti, 1982, p.63.

4 — Etimologia cuvântului în limba română este ceva mai complicată, deoarece acesta nu a fost preluat direct din latină, ci din neo-greacă, şi anume din dialectul vorbit în sec. XVIII la Veneţia, unde, potrivit normelor locale, se pronunţa aspru: monedha. (Graur A., *Monedă, dar monetar*, Revista economică, 2, 1976, p. 31).

5 — *Dicţionarul explicativ al limbii române*, ed.cit.

etc. — care se prezintă în general sub formă de disc plat şi servesc ca mijloc de circulaţie, de plată şi eventual –atunci când merită — de tezaurizare"[1].

Însă, în condiţiile actuale, în care nu mai circulă decât monezi divizionare, confecţionate din material comun, termenul de „monedă" a fost extins atât în vorbirea curentă, cât şi în limbajul lucrărilor economice, pentru desemnarea oricărui instrument de schimb, inclusiv pentru acelea care nu au o existenţă substanţială concretă. În acest din urmă sens, se spune, de exemplu, „monedă de cont", „monedă scripturală", „monedă electronică" etc.

În acest context, trebuie spus că în lucrările economice apărute în România în perioada comunistă s-a folosit aproape exclusiv cuvântul „ban" şi derivatele sale (bănesc, băneşti etc.), ceea ce nu ne putem explica decât prin sugestiile propagandistice conţinute în ideea amintitei sale origini slave şi prin dorinţa de a elimina din limbă cuvântul de origine latină „moneda".

Ambiguităţi poate crea, de asemenea, faptul că în analiza monetară se utilizează uneori aceiaşi termeni pentru a desemna realităţi care formal sunt identice, dar care, sub aspectul conţinutului lor social-economic, sunt complet diferite de la un sistem social-economic la altul. Or, întrebuinţarea aceloraşi termeni creează adeseori impresia că este vorba despre unul şi acelaşi lucru, pe când, de fapt, realităţile la care se referă termenul respectiv diferă foarte mult de la un sistem social-economic la altul (capitalism, socialism) şi, uneori, în cadrul aceluiaşi sistem, de la un grad de dezvoltare economică la altul (economie de subsistenţă, emergentă, industrială, post-industrială etc.).

O cauză importantă a apariţiei „iluziei terminologice" este faptul că — la fel ca în întreaga ştiinţă economică (şi în alte ştiinţe sociale) — multe din noţiunile folosite în analiza monetară îşi au sorgintea în limbajul natural, ceea ce face ca vechile conotaţii ale cuvintelor respective să adere strâns la ele. Deşi ideal este ca noţiunile ştiinţifice să poată fi riguros definite, unele din aceste conotaţii anterioare, existente în limba vorbită, pătrund în imaginea despre conţinutul noţiunii, estompând diferenţa dintre noţiunea ştiinţifică şi cea preştiinţifică.

Ocupându-se de această problemă, N. Georgescu-Roegen ne informează că creatorul utilitarismului modern, J. Bentham, se plângea la bătrâneţe că „«utilitate» a fost un cuvânt ales în mod nefericit" pentru noţiunea la care se gândise pentru noua ştiinţă politică şi că ştiinţa economică continuă să plătească

[1] — Kiriţescu C., *Moneda, mică enciclopedie*, ed.cit., p. 212.

scump pentru această nefericită alegere, în sensul că cuvântul, preluat din limba vorbită, a introdus o mare doză de imprecizie în conținutul teoriei economice[1].

A doua cauză a „iluziei terminologice" — mai ales a celei manifestate în cea de a doua variantă — rezidă în faptul că majoritatea noțiunilor cu care operează analiza monetară modernă s-au format ca noțiuni științifice în procesul elaborării teoriei monetare a economiei de piață. Ca urmare, noțiunile respective sunt folosite adesea cu semnificația pe care o au în economia de piață și pentru alte tipuri de economie (planificată, tradițională, emergentă etc.), deși realitățile social-economice pe care le desemnează sunt absolut diferite.

De exemplu, în economia de piață, „banii" sunt o formă a „capitalului", adică o modalitate de existență a unuia din factorii de producție esențiali. Transformarea „banilor" în „capital" a fost analizată îndeosebi de K. Marx, care a tratat problema respectivă într-un mod orientat spre demonstrarea tezei esențiale a învățăturii sale: capitalismul este un mod de producție care denaturează ordinea firească a lucrurilor, în sensul că, în contextul social-economic respectiv, în loc ca oamenii să utilizeze banii exclusiv pentru procurarea de mărfuri, ei transformă banii într-un mijoc de înmulțire a banilor, iar obținerea de profit — în scop fundamental al activității economice[2].

În economia socialistă, un asemenea fenomen, în principiu, nu există, căci acumularea de resurse băneşti necesare pentru crearea de mijloace de producție (capital) se realizează ca urmare a prevederilor obligatorii ale planului, nu a inițiativei private, care trebuie remunerată pentru abținerea de la consum (economisire).

Tot așa, noțiunea de „credit" desemnează în economia de piață o modalitate de sporire a capitalului (capital de împrumut), în timp ce în economia planificată este vorba despre un simplu mecanism tehnic de alocare centralizată a resurselor (bazat pe principiul rambursabilității).

În fine, noțiunea de „bancă" se referă în economia de piață la o instituție a cărei organizare și funcționare este determinată în principal de motivul profitului, ceea ce face ca tendința de maximizare a profitului să poată fi statuată ca principiu comportamental fundamental, de natură să explice diverse

---

[1] — Georgescu-Roegen N., *Legea entropiei și procesul economic*, Ed. Expert, București, 1996, p. 73.

[2] — Pentru o prezentare a teoriei marxiste a transformării banilor în capital, a se vedea: *Economie politică*, Editura didactică și pedagogică, București, 1972, p. 129-162.

aspecte concrete ale activității bancare. Spre deosebire de aceasta, în economia planificată, ceea ce se numeşte „bancă" este, de fapt, o componentă a aparatului administrativ al statului, a cărei activitate este subordonată exclusiv realizării obiectivelor fizice ale planului.

Deosebiri asemănătoare în conținutul unor termeni, care, formal, sunt identici, există, chiar dacă sunt mai mici, şi în cazul în care ei se referă la acelaşi sistem social economic, dar la grade de dezvoltare diferite.

A treia cauză a „iluziei terminologice" este necesitatea de a face abstracție de anumite aspecte ale fenomenelor monetare, care se resimte adesea şi în analiza monetară, la fel ca în toate analizele ştiințifice. Într-adevăr, abstractizarea este o metodă de cunoaştere ştiințifică valoroasă, poate cea mai valoroasă cale de descoperire a adevărului de care dispune ştiința, căci este o operație a gândirii care constă în degajarea din mulțimea însuşirilor şi legăturilor unui obiect (sau mai multor obiecte, fenomene) pe cele fundamentale, esențiale, generale, neluând în considerare, ignorând (vremelnic) pe cele neesențiale. Însă, procedeul respectiv impune adesea simplificări drastice ale realității, ceea ce face ca unele aspecte concrete ale acesteia — importante din anumite puncte de vedere — să dispară din câmpul vizual, iar noțiunile abstracte, elaborate în modul acesta, să apară uneori ca fiind insuficient de nuanțate.

De exemplu, un procedeu folosit frecvent în analiza monetară, pentru că este realmente de natură să-i simplifice sarcina de a măsura fenomenele de care se ocupă, este exprimarea tranzacției băneşti elementare (a da sau a primi o anumită sumă de bani) cu ajutorul unei mărimi scalare: valoarea. Acest mod de exprimare a tranzacției băneşti prin valoarea sa impune însă definirea acestei operațiuni într-un mod foarte abstract, adică fără nici o referire la caracteristicile sociale, economice, instituționale etc., ale agenților economici care participă la tranzacția respectivă. La acest nivel abstract de abordare, este indiferent, deci, dacă agenții economici în cauză sunt firme private, intreprinderi socialiste, organisme publice, consumatori ş.a.m.d. Există însă numeroase situații în care ceea ce interesează este tocmai conținutul social-economic al tranzacției băneşti şi al efectelor acesteia, caz în care amintita exprimare abstract-cantitativă, deşi necesară, nu este suficientă, trebuind să fie specificate caracteristicile sociale, economice, instituționale etc., ale părților implicate. Cu alte cuvinte, folosirea abstracției este impusă adesea de necesitatea cuantificării fenomenelor monetare cu ajutorul unor mărimi scalare, însă metoda respectivă duce, pe de

altă parte, la estomparea caracteristicilor calitative (social-economice) ale fenomenelor analizate.

Deşi pare o problemă de semantică (studiul limbajului), depistarea şi eliminarea „iluziilor terminologice" reprezintă o condiţie importantă pentru înţelegerea semnificaţiei reale şi compararea diverselor analize monetare. Iar pentru a face aceasta, nu este neaparat necesar ca economistul să se transforme în lingvist, ci trebuie doar să ţină seama de faptul că orice discuţie ştiinţifică impune precizarea, pe cât posibil, a sensului noţiunilor utilizate.

2.2.3. Metodele de abordare

Un alt factor care accentuează caracterul relativ al economiei monetare ca disciplină economică, ducând la diferenţierea analizelor şi teoriilor pe care la conţine — chiar şi în cazul în care se referă la acelaşi sistem social-economic şi la acelaşi grad de dezvoltare economică — este metoda de tratare adoptată.

În general, există două metode de abordare a fenomenelor de care se ocupă diverse ştiinţe: metoda pozitivă şi metoda normativă. Metoda pozitivă constă tratarea lucrurilor aşa cum sunt, în timp ce metoda normativă constă în tratarea lucrurilor aşa cum ar trebui să fie.

În domeniul monetar, abordarea în manieră pozitivă urmăreşte explicarea fenomenelor monetare observate şi, pe această bază, previzionarea acestora şi, eventual, conceperea unor măsuri care să le corecteze evoluţia. Acest demers nu presupune, aşadar, formularea unor aprecieri asupra fenomenelor monetare prin prisma anumitor criterii sociale, politice, morale etc.

Abordare normativă porneşte, dimpotrivă, tocmai de la asemenea criterii sociale, politice, morale etc., urmărind formularea unor aprecieri, prin prisma criteriilor respective, asupra modului de desfăşurare a fenomenelor monetare vizate.

Consecinţa este că enunţurile diverselor teorii monetare şi, uneori, chiar şi enunţurile aceleiaşi teorii, pot fi diferite în funcţie de maniera pozitivă sau normativă în care sunt elaborate. Mai mult, unul şi acelaşi enunţ poate fi acceptat ca enunţ pozitiv, dar respins ca enunţ normativ — şi invers.

Rezultă că, la fel ca în alte ştiinţe, evaluarea şi compararea unei teorii cu alte teorii existente în domeniul monetar impune precizarea modului în care acestea îşi abordează problemele: în manieră pozitivă sau normativă.

Regula generală este că studiul fenomenelor monetare nu constituie un scop în sine, ci urmăreşte realizarea unor obiective de politică economică din domeniul producţiei, ocupării mâinii de lucru, preţurilor, balanţei de plăţi, cursurilor de schimb etc. În consecinţă, economia monetară cercetează fenomenele care constituie obiectul său de studiu în scopul înţelegerii, previzionării şi ajustării lor în concordanţă cu obiectivele generale ale politicii economice. Economia monetară are, deci, în acest context, un caracter de ştiinţă pozitivă.

Cu toate acestea, analiza monetară nu exclude metoda normativă, care este implicată în investigaţiile ce urmăresc stabilirea direcţiilor în care trebuie acţionat pentru modificarea anumitor instituţii şi reglementări monetare, astfel încât să se ajungă la creşterea eficacităţii acţiunii pârghiei monetare ca mijloc de realizare a obiectivelor politicii economice generale. De asemenea, elementul normativ este introdus prin judecarea instituţiilor şi reglementărilor monetare prin prisma unor criterii care transced domeniul monetar, adică a unor criterii de natură economică, socială, morală etc.

Un exemplu este mult discutata problemă a inflaţiei, în legătură cu care aprecierile existente în literatură sunt foarte diferite. Iar aceasta, *inter alia*, pentru că unii autori se ocupă de inflaţe în manieră pozitivă, încercând pur şi simplu să explice cauzele fenomenului, modalităţile de manifestare, efectele sale etc., fără să formuleze, deci, judecăţi de valoare, pe când alţi autori, dimpotrivă, tratează fenomenul inflaţionist mai ales în manieră normativă, adică prin prisma valorilor sociale, etice ş.a.md.

Cele două modalităţi de abordare a fenomenelor monetare determină şi o anumită diferenţiere a metodelor de cercetare şi a instrumentelor tehnice de investigare utilizate. Astfel, în cazul abordării pozitive, caracteristic este recurgerea la cercetări de factură empirică, în timp ce în cazul abordării normative investigaţiile empirice sunt mai limitate, ceea ce predomină fiind enunţurile apriorice[1]. Or, asemenea deosebiri în metodele şi instrumentele de cercetare crează, la rândul lor, anumite deosebiri în conţinutul şi forma teoriilor monetare.

[1] — Pentru o prezentare a controversei empirism — apriorism din ştiinţa economică, a se vedea: Munteanu C., *Despre controversele metodologice din ştiinţa economică* , Oeconomica, XVI, 4, 2007, XVII, 1, 2, 2008.

Precizăm că cele arătate mai sus cu privire la cele două metode de abordare a fenomenelor monetare nu înseamnă că acestea sunt incompatibile. De fapt, abordarea normativă este imposibilă fără abordarea pozitivă, deoarece judecarea modului de desfăşurare a fenomenelor monetare nu se poate face fără explicarea lor. Tot aşa, explicarea *sine ira et studio* a fenomenelor monetare nu se poate face fără a ţine seama de scopurile urmărite de participanţi, ceea ce introduce în cunoaştere o inevitabilă dimensiune axiologică.

2.2.4. Perspectiva pe termen scurt şi perspectiva pe termen lung

O altă cauză a deosebirilor dintre diverse analize monetare este orizontul de timp diferit în care acestea se plasează. Într-adevăr, la fel ca în cazul întregii ştiinţe economice, intervalul de timp diferit ales ca perioadă de referinţă pentru observarea fenomenelor monetare diferenţiază — independent de alţi factori — reprezentările pe care economia monetară şi le face cu privire la obiectul său de studiu, accentuând astfel caracterul relativ al acestei discipline economice.

De exemplu, procesul de (ne)realizare a echilibrului monetar poate fi privit atât pe termen scurt, cât şi pe termen lung, însă imaginea procesului respectiv este destul de diferită din aceste două perspective temporale. Astfel, pe termen scurt, principalul aspect care contează este dependenţa procesului de ajustare monetară de factorul „timp", ceea ce conferă abordărilor plasate în această perspectivă un accentuat caracter dinamic. Pe termen lung, importanţa cunoaşterii secvenţelor intermediare ale proceselor de ajustare şi reajustare monetară se diminuează, crescând, în schimb, relevanţa aşa-ziselor „condiţii finale" ale echilibrului monetar. Or, „condiţiile finale" se definesc într-un moment de timp dat, ceea ce imprimă analizei un caracter preponderent static. Ca urmare, se poate afirma că perspectiva pe termen scurt se identifică, de regulă, cu abordarea dinamică a procesului de relizare a echilibrului monetar, pe când perspectiva pe termen lung este echivalentă cu abordarea statică, cu toate deosebirile care decurg de aici în planul interpretării teoretice a procesului respectiv şi în planul găsirii soluţiilor practice de corecţie ce se impun.

Un exemplu de abordare dinamică (pe termen scurt) a echilibrului monetar este oferit de teoria monetară keynesiană, un exemplu de abordare statică (pe termen lung) este constituit de teoria cantitativă clasică a monedei şi a preţurilor, iar un exemplu de îmbinare a acestor două perspective este

reprezentat de teoria cantitativă reformulată (de M. Friedman), cunoscută şi sub denumirea de „monetarism". Aceasta din urmă, de exemplu, deşi se aseamănă din multe puncte de vedere cu teoria cantitativă clasică, are în vedere atât unele efecte pe termen scurt ale procesului de ajustare a masei monetare la variaţiile cererii de monedă (cum ar fi, influenţele pe care modificările masei monetare le exercită asupra evoluţiei componentei fizice a venitului naţional), care lipsesc din teoria cantitativă clasică, dar sunt prezente în teoria monetară keynesiană, cât şi unele efecte pe termen lung (cum ar fi, acţiunea pe care variaţiile masei monetare le exercită asupra nivelului general al preţurilor), la fel ca în teoria cantitativă clasică, dar spre deosebire de teoria monetară keynesiană. De aceea, se poate spune că teoria cantitativă reformulată (monetarismul) este o generalizare a teoriilor monetare constituite anterior în ştiinţa economică: teoria cantitativă clasică şi teoria monetară keynesiană. Iar aceasta, nu numai din punct de vedere al sferei de valabilitate a enunţurilor teoriilor respective, ci şi din punct de vedere metodologic.

Similar cu opţiunea pentru metoda pozitivă sau normativă, alegerea perspectivei temporale determină diferenţierea metodelor de cercetare şi a instrumentelor tehnice de investigare, ducând la elaborarea unor modele teoretice (explicative) şi econometrice de complexitate diferită. De regulă, aceste modele sunt mai complexe în cazul în care au un caracter dinamic, adică se plasează într-o perspectivă pe termen scurt, deoarece, în acest caz, modelele trebuie să conţină elemente suplimentare, care să reflecte acţiunea factorului „timp". Modelele statice (pe termen lung) sunt, de regulă, mai simple, iar aceasta pentru că modele de acest tip redau doar „condiţiile finale" şi, deci, nu trebuie să reflecte procesele de ajustare secvenţiale, care, pentru a putea avea loc, necesită timp.

Concluzia care se desprinde din cele arătate este că alegerea perioadei de timp în care sunt observate fenomenele monetare — operaţiune care şi ea este profund subiectivă — accentuează caracterul relativ al economiei monetare. Explicaţiile teoretice elaborate din perspective temporale diferite se deosebesc între ele în unele privinţe, însă, după cum o dovedeşte şi cazul teoriei cantitative reformulate, menţionat anterior, aceasta nu înseamnă că tezele teoretice respective sunt neaparat contradictorii. Rămâne totuşi faptul că aceste deosebiri epistemologice determină diferenţierea conţinutului analizei

monetare, deşi nu fac neaparat ca diverse variante teoretice să fie incompatibile, nici în plan cognitiv şi nici în plan praxiologic.

2.2.5. Variabile endogene şi exogene

După cum am arătat, fenomenele monetare sunt strâns legate de procesele financiare şi reale din economie, ceea ce face ca modelele teoretice şi econometrice cu care operează analiza monetară să conţină un mare număr de variabile şi de legături cauzale şi funcţionale. Or, această împrejurare complică foarte mult modelul, făcând ca elaborarea, calibrarea şi interpretarea sa să fie dificilă.

Pentru eliminarea acestui inconvenient, în analiza monetară este necesară, la fel ca în alte analize ştiinţifice, alegerea adecvată a variabilelor, definirea lor riguroasă, gruparea lor în endogene şi exogene etc., în funcţie de o serie de criterii, cum ar fi: datele statistice disponibile, capacitatea de calcul existentă, destinaţia modelului etc.

Prin aceste operaţiuni preliminare, se determină însă de la bun început gradul de generalitate al modelului, deoarece cu cât numărul variabilelor endogene este mai mare, cu atât modelul este mai general — şi invers. Opţiunile amintite predermină, de asemenea, numărul şi natura variabilelor nemonetare (financiare, reale) luate în considerare, care, de regulă, figurează printre variabilele exogene (date)[1].

În acest context, se poate spune că gradul de generalitate a unui anumit model monetar depinde de numărul variabilelor pe care le conţine şi de modul lor de grupare în endogene şi exogene. Tot aşa, gradul de diferenţiere a unui model monetar este determinat de măsura în care sunt diferenţiate variabilele („agregatele") monetare, financiare şi reale şi, deci, de măsura în care sunt diferenţiate legăturile cauzale şi funcţionale care se stabilesc, în diverse sensuri, între aceste variabile.

În principiu, în analiza monetară, se întâlnesc patru situaţii relevante pentru ilustrarea relativismului căruia îi dă naştere gradul diferit de generalitate şi de diferenţiere a modelului cu care operează o anumită teorie:

---

[1] — Privită din acest punct de vedere, clasificarea obişnuită a modelelor cu care operează o anumită ştiinţă în modele „generale" şi „parţiale" este — cel puţin în economia monetară — inadecvată, deoarece toate modelele utilizate în această ramură a ştiinţei economice sunt parţiale, dar în grade diferite.

1) Modelele (teoretice, matematice, econometrice etc.) sunt construite într-un mod reducționist, în sensul că variabilele şi legăturile cauzale avute în vedere sunt stabilite prin aplicarea unui model mai general la un caz particular (sau invers — prin extinderea la toate cazurile posibile a unei teorii monetare care se referă la un caz particular).

O ilustrare a primului procedeu este reprezentat de modelele utilizate pentru analiza fenomenelor monetare din economiile emergente, care sunt deduse adesea din modelele construite inițial pentru cazul economiei de piață dezvoltate. Particularizarea se realizează prin aplicarea modelelor respective la grade de dezvoltare economică şi, deci, la grade de complexitate mai reduse.

O exemplificare a celui de al doilea procedeu este generalizarea pentru toate economiile — dezvoltate sau în curs de dezvoltare — a unor modele monetare care, la început, au fost construite având în vedere economia americană.

2) Modelele sunt construite pe baza unor orizonturi de timp diferite, ceea ce face ca variabilele, legăturile cauzale şi funcționale şi, deci, gradul de diferențiere şi de generalitate al modelului să fie diferite. Asfel, de regulă, modelele pe termen scurt — mai corect spus, modelele dinamice — sunt mai diferențiate, dar mai puțin generale, decât modelele pe termen lung (modelele statice).

3) Modelele sunt construite pe baza unui tip diferit de analiză — calitativă sau empirică — a fenomenelor monetare (îndeosebi a procesului de realizare a echilibrului între oferta şi cererea de monedă). Astfel, în cadrul aceluiaşi referențial temporal, modelele elaborate pe baza analizei calitative (teoretice) sunt, de regulă, mai generale şi mai diferențiate decât modelele empirice (econometrice), însă posibilitățile de identificare statistică a elementelor lor sunt mai reduse — şi invers.

De exemplu, modelele care sintetizează teoria monetară keynesiană (modelul *IS-LM*) sau teoria monetară elaborată de J. Tobin (modelul *q*) sunt mai puțin generale, dar mai diferențiate decât modelul cu care operează teoria monetară cantitativă clasică a monedei şi a prețurilor („ecuația schimbului", care se bazează în mare măsură pe analiza statică a procesului de realizare a echilibrului monetar). Or, aceasta face ca deosebirile dintre aceste teorii să pară mai mari decât sunt în realitate.

4) Modelele sunt construite pe baza unor grupări diferite ale variabilelor în endogene şi exogene, cea ce crează o serie de deosebiri între teoriile monetare elaborate cu ajutorul modelelor respective.

De exemplu, în modelul cu care operează teoria cantitativă clasică (ecuația schimbului), masa monetară este o variabilă exogenă, iar nivelul general al preţurilor este o variabilă endogenă, pe când în modelul care sintetizează teoria monetară marxistă (cunoscut în literatura econonomică din ţara noastră apărută înainte de 1989 sub denumirea de „legea circulației băneşti a lui Marx"), lucrurile stau exact invers: masa monetară este o mărime endogenă, iar nivelul general al preţurilor este o mărime exogenă (determinată de cantitatea de muncă încorporată în mărfuri).

Un alt exemplu este cazul teoriei monetare keynesiene şi al teoriei cantitative reformulate (monetarismul), care se deosebesc între ele, în ultimă instanță, prin faptul că, în prima, nivelul general al preţurilor este considerat o variabilă exogenă (constantă), iar volumul producției o variabilă endogenă (de ajustare), pe când în cea de a doua, dimpotrivă, nivelul general al preţurilor este considerat o variabilă endogenă (de ajustare), iar volumul producției o variabilă exogenă (dată).

2.2.6. Premisele

La fel ca alte discipline ştiințifice, economia monetară cuprinde două categorii de propoziții: premise şi concluzii deduse din premisele respective.

În ceea ce priveşte premisele, acestea se referă la elementele economice, instituționale etc., relevante pentru definirea contextului în care a fost elaborată teoria monetară respectivă. Rostul lor este să precizeze condițiile în care este valabilă teoria în cauză, având în vedere că, din motivele arătate anterior, nu este posibilă elaborarea unei teorii monetare care să fie valabilă în orice condiții. De aceea, conținutul şi structura premiselor adoptate influențează hotărâtor conținutul şi structura raționamentelor şi concluziilor diverselor teorii monetare.

Fără a intra în detalii în legătură cu această problemă, se poate spune că sporirea numărului premiselor şi creşterea gradului de diferențiere a structurii acestora duce la creşterea preciziei unei anumite teorii monetare, însă determină totodată accentuarea caracterului său de teorie particulară, valabilă,

deci, numai în anumite condiţii. Rezultă că modul de alegere a premiselor determină nu numai câmpul de valabilitate a unei teorii monetare, ci şi gradul său de generalitate. Mai precis, conţinutul şi structura premiselor acţionează asupra gradului de generalitate a unei teorii monetare la fel ca modul de alegere şi de grupare a variabilelor în endogene şi exogene, la care ne-am referit în paragraful anterior.

În general, deoarece conţinutul şi structura concluziilor depinde de conţinutul şi structura premiselor, adoptarea unor sisteme axiomatice diferite poate crea de la bun început diferenţe mari între diverse teorii monetare, iar acesta, independent de alte cauze care povoacă deosebiri între ele.

Numărul, conţinutul şi structura premiselor depind în principal de destinaţia teoriei. Prin această prismă, procesul de elaborare a unei teorii monetare (şi, în general, a unei teorii economice) învederează două situaţii:

— 1) cazul în care se urmăreşte obţinerea unor cunoştinţe sistematice despre un anumit cerc de fenomene, pe baza cărora să se formuleze legile (legităţile) care guvernează fenomenele respective;

— 2) cazul în care se urmăreşte tot obţinerea unor cunoştinţe sistematice, dar care reprezintă o simplă descriere a unui anumit cerc de fenomene, fără ambiţia de a formula legi (legităţi) general valabile.

În primul caz, pentru a identifica anumite regularităţi şi a le conferi statul de lege (legitate) generală, premisele se pot abate de la realitatea observabilă. În cazul al doilea, ele trebuie să reflecte cât mai general această realitate.

Cel care necesită o discuţie suplimentară este, fără îndoială, primul caz, deoarece presupune situaţia aparent paradoxală că premisele se abat de la realitate, în timp ce concluziile întemeiate pe ipotezele respective reflectă totuşi corect acestă realitate. Paradoxul are o amplă explicaţie în teoria cunoaşterii ştiinţifice (legată de rolul abstracţiei ca metodă de cunoaştere), iar pentru a-l ilustra pot fi date numeroase exemple.

Geometria euclidiană este construită pe baza postulatului că printr-un punct exterior unei drepte poate fi dusă o singură paralelă la dreapta respectivă. Există însă şi geometrii neeuclidiene, care sunt construite pe baza altor postulate, care nu concordă cu experienţa. Astfel, geometria hiperbolică (Lobatchevsky) se bazează pe postulatul că printr-un punct exterior unei drepte pot trece o infinitate de paralele la dreapta respectivă, iar geometria eliptică (Riemann) se bazează pe postulatul că printr-un punct exterior unei drepte nu

poate fi dusă nici o paralelă. Fiecare din aceste geometrii este necontradictorie şi, deci, adevărată, deşi premisele de la care pornesc sunt contradictorii

În domeniul economiei monetare, un exemplu în acest sens este analiza pe care D. Patinkin[1] o face fenomenului cunoscut sub denumirea de „efectul disponibilităţilor băneşti reale" (*real balances effect, wealth effect, Pigou effect*). În esenţă, acest fenomen constă în stimularea producţiei şi a gradului de ocupare a mâinii de lucru, cauzată de creşterea consumului indusă de sporirea, îndeosebi în perioade de deflaţie, a valorii reale a averilor, inclusiv a celor în formă bănească.

În analiza prin care a descoperit acest fenomen, Patinkin porneşte de la o serie de premise (absenţa „iluziei monetare", *money illusion*[2]; elasticitatea perfectă — în ambele direcţii — a preţurilor şi salariilor; simetria efectelor modificării veniturilor şi averilor determinate de variaţia preţurilor[3]; absenţa incertitudinilor în ceea ce priveşte evoluţiile economice viitoare), care, în sine, pot fi calificate ca „nerealiste", deoarece nicăeri în lume nu există o economie cu asemenea trăsături. Acest procedeu nu diminuează însă corectitudinea concluziilor analizei lui Patinkin, ci dimpotrivă, le sporeşte relevanţa, deoarece facilitează cunoaşterea mecanismului de transmitere a impulsurilor monetare. Astfel, una din concluziile importante care se degajă din această analiză este că acţiunea aşa-zisei „trape monetare"[4], descoperite de J.Keynes, poate fi prevenită, ceea ce realitatea a confirmat.

Rezultă că, la fel ca alte teorii ştiinţifice, teoriile monetare conţin anumite enunţuri speculative (care nu pot fi observate). Rostul acestor enunţuri nu este descrierea realităţii, ci asigurarea coerenţei logice a teoriei, iar, ca urmare, corectitudinea propoziţiilor respective nu poate fi stabilită după criteriul

---

[1] — Patinkin D., *Money, Interest and Prices*, ed. a II-a, New York, 1965.

[2] — Conceptul de „iluzie monetară" desemnează faptul că agenţii economici sunt influenţaţi de valoarea nominală, nu reală, a diverselor variabile economice: venituri, averi, preţuri etc. De exemplu, în cazul în care acceptă ca reducerea salariului lor real, impusă de situaţia pieţei mâinii de lucru, să se facă prin creşterea preţurilor, nu prin reducerea salariilor nominale, se poate spune că angajaţii suferă de ceea ce se numeşte „iluzie monetară".

[3] — În sensul că inflaţia, respectiv, deflaţia, influenţează în acelaşi mod şi aceiaşi măsură veniturile şi averile reale ale tuturor categoriilor de agenţi economici.

[4] — Conceptul de „trapă monetară" desemnează situaţia în care cererea de monedă este perfect elastică în raport cu rata dobânzii, care se află la nivelul său minim. Importanţa acestui concept rezidă în faptul că permite identificarea cazurilor în care politica monetară este ineficientă pentru stimularea creşterii economice.

concordanței lor cu faptele de observație. Ele cad sau rămân odată cu întreaga teorie căreia îi aparțin, care este singura care poate fi verificată empiric.

În concluzie, la fel ca alte ştiințe, ştiința economică, în general, şi economia monetară, în particular, pot fi întemeiate şi pe anumite premise „nerealiste", în funcție de scopurile urmărite de cercetător, de mijloacele de investigare de care acesta dispune şi de celelalte condiții concrete în care se elaborează o anumită teorie (economică, respectiv monetară). Premisele respective pot fi mai apropiate sau mai îndepărtate de realitate, în măsura în care o impun operațiunile logice de elaborare a unor enunțuri generale, cu valoare de lege (legitate), însă, cu toate acestea, judecate atât prin prisma criteriului coerenței logice cu premisele, cât şi prin prisma criteriului concordanței cu faptele de observație, concluziile teoriei în cauză se pot dovedi a fi corecte. Implicația este că teoriile monetare se deosebesc între ele şi din cauza premiselor pe care le adoptă, deşi aceasta nu exclude ca, în anumite privințe, două sau mai multe teorii să ajungă la aceleaşi concluzii. Invers, în cazurile în care concluziile diferă, acestea pot fi concomitent corecte.

3. Consecințe epistemologice

Caracteristicile economiei monetare ca disciplină economică au serie de consecințe asupra modului de elaborare, înțelegere, comparare şi evaluare a diverselor teorii existente în perimetrul acestei ramuri a ştiinței economice.

Astfel, caracterul relativ al teoriilor monetare face ca gradul lor de generalitate să fie destul de limitat. Numărul premiselor generale, care se referă, deci, la toate sistemele social-economice şi la toate gradele de dezvoltare, pe care le poate conține o teorie monetară, este foarte redus, ceea ce face să nu se poată vorbi despre o ştiință monetară generală, valabilă pentru toate tipurile de economie (de piață, planificată, emergentă etc.) şi pentru toate stadiile de dezvoltare economică, ci numai despre teorii monetare mai mult sau mai puțin particulare.

Cu toate acestea, analiza monetară conține şi ea o parte generală, nelegată de elementele specifice unui sistem social-economic sau altul sau ale unui anumit grad de dezvoltare economică. Această parte generală, oricât de redusă ar fi ea, constituie un element comun diverselor teorii monetare, ce permite

compararea şi evaluarea lor. Este însă adevărat că operaţiunea respectivă este foarte complexă, deoarece presupune tratarea teoriilor monetare ca sisteme de enunţuri relative, a căror valabilitate depinde de condiţiile social-economice concrete, de gradul de dezvoltare economică şi de alţi asemenea factori relevanţi. De asemenea, trebuie avute în vedere deosebirile dintre teoriile monetare provenite din modul de abordare a fenomenelor monetare (în manieră pozitivă sau normativă), din perspectiva temporală în care se plasează (pe termen scurt sau pe termen lung), din sistemul axiomatic pe care se bazează aceste teorii ş.a.m.d.

Prin prisma problemelor epistemologice pe care le ridică elaborare a unei noi teorii monetare, cele arătate în §2 *supra* impun crearea, în prima fază, a cadrului general al doctrinei respective, iar apoi completarea acestui cadru cu elementele care reflectă trăsăturile economiei avute în vedere: tipul de economie (de piaţă, planificată, emergentă etc.), gradul de dezvoltare, tradiţii istorice etc. În ceea ce priveşte cadrul general, acesta trebuie să fie cu atât mai cuprinzător cu cât economia în cauză conţine mai multe elemente specifice, care se abat, deci, de la structura „standard" a tipului de economie avut în vedere.

După cum am arătat, din cauza multiplelor interferenţe care există între, pe de o parte, fenomenele constititutive ale obiectului său de studiu, iar pe de altă parte, celelalte fenomene economice, economia monetară este stâns legată de celelalte discipline economice. Ca urmare, compararea şi evaluarea critică a teoriilor monetare existente, respectiv elaborarea unei noi teorii monetare necesită cunoaşterea tuturor teoriilor economice care se referă la tipul de economie în cauză. Astfel, în cazul economiei de piaţă dezvoltate, exegeza unei anumite teorii monetare, de exemplu, a teoriei cantitative reformulate (monetarism), necesită situarea acesteia în cadrul general al evoluţiei teoriei economice clasice şi neoclasice, evidenţierea raporturilor sale cu keynesismul şi neokeynesismul, relevarea ineterferenţelor cu ceea ce se numeşte „noua economie clasică" ş.a.m.d.

Cu toate acestea, după cum am mai menţionat, procesul de integrare a economiei monetare cu celelalte ramuri ale ştiinţei economice şi, deci, de unificare a tuturor acestor discipline într-o viziune globală asupra funcţionării şi dezvoltării economiilor contemporane se desfăşoară destul de lent, iar rezultatele obţinute până în prezent în direcţia constituirii unei ştiinţe economice (*Economics*) universale sunt nesemnificative. Până în prezent, nici chiar în ţările cu îndelungată tradiţie în cercetarea economică, nu s-a ajuns încă

la elaborarea unei ştiinţe economice generale, care să cuprindă într-un tot unitar teoria monetară, teoria consumatorului, teoria producţiei, teoria finanţelor publice, teoria creditului, teoria creşterii economice etc.

În fine, caracteristicile economiei monetare, prezentate în §2 *supra* fac ca în această disciplină economică să nu existe un model — teoretic, matematic sau econometric — care să ofere automat soluţii la toate problemele monetare concrete cu care se confruntă autorităţile într-o economie sau alta. Din motivele deja arătate, un asemenea model ar fi nerealist.

Cu toate acestea, modelele teoretice oferite de cele mai importante teorii monetare constituite în cursul timpului permit construirea unor modele econometrico-aplicative, care pot fi folosite cu succes pentru investigarea empirică, previzionarea şi reglarea fenomenelor monetare care au loc în condiţiile concrete existente într-o economie sau alta. Şi în acest domeniu, sunt valabile, aşadar, spusele savantului român N. Georgescu-Roegen, care, referindu-se la ştiinţa economică în general, scria următoarele:

„Fiind doar o schiţă analitică, un model economic nu poate servi drept îndrumător decât iniţiatului care şi-a format discernământul analitic printr-un antrenament laborios. Măestria economică nu se poate lipsi de „fineţe şi subtilitate" — să-i spunem artă, dacă doriţi"[1].

4. Factorii care determină dezvoltarea analizei monetare

Economia monetară este, la fel ca întreaga ştiinţă economică, o construcţie ştiinţifică relativă, care depinde, în primul rând, de sistemul social-economic şi de gradul de dezvoltare economică. Alături de aceşti factori principali, există şi alţi factori care determină dezvoltarea şi diferenţierea acestei discipline: dezvoltarea generală a ştiinţei economice, perfecţionarea metodelor cantitative de analiză economică, ameliorarea bazelor de date statistice disponibile pentru analiza monetară şi, în general, pentru analiza economică, tendinţele care se manifestă la nivel internaţional etc.

[1] — Georgescu-Roegen N., *Legea entropiei şi procesul economic*, ed. cit., p. 323.

Sub acțiunea tuturor acestor factori, analiza monetară a cunoscut în ultimele cinci-şase decenii dezvoltări importante, ceea ce face ca perioada respectivă să ofere o serie de indicii semnificative cu privire la stadiul actual şi la viitorul acestei discipline economice.

Evoluția istorică a sistemelor social-economice constituie, după cum am menționat, principalul factor care determină modificarea conținutului economiei monetare şi, în general, al ştiinței economice. Din acest punct de vedere, perioada amintită se caracterizează prin următoarele procese majore:

a) apariția economiilor planificate, inițial în URSS, iar după cel de-al doilea război mondial, în celelalte țări central şi est-europene, în China continentală şi în alte câteva țări;

b) apariția unor economii „mixte" (în particular, dirijiste);

c) diferențierea economiilor de acelaşi tip (de piață, planificată) în funcție de gradul de dezvoltare economică (economie de subzistență, emergentă, industrială, post-industrială, de penurie, de consum etc.);

d) prăbuşirea rapidă a sistemului social-economic comunist şi apariția economiilor în tranziție (de la economia planificată la economia de piață).

Dintre procesele amintite, o importanță deosebită din punctul de vedere al evidențierii influenței exercitate de sistemul social-economic asupra evoluției economiei monetare a avut apariția economiilor planificate. În domeniul monetar, acțiunea factorului respectiv s-a manifestat în principal prin oficializarea teoriei monetare elaborate de K. Marx şi prin utilizarea unor tehnici de planificare a circulației monetare în cadrul planificării economice generale. În ceea ce priveşte procesul invers, de trecere de la comunism la capitalism, impactul său în plan doctrinar este mult mai redus, manifestându-se aproape exclusiv prin aplicarea — mai mult sau mai puțin *ad literam* — la cazul economiilor în tranziție, a teoriilor monetare care, inițial, au fost elaborate pe cazul economiei de piață.

Dezvoltarea economică influențează evoluția analizei monetare prin faptul că determină creşterea complexității relațiilor băneşti din economie. Astfel, anumite genuri de tranzacții şi relații băneşti, care, anterior, nu au existat în economia respectivă sau au avut o importanță redusă, devin, odată cu dezvoltarea economică, elemente semnificative ale practicii şi teoriei monetare. Ca urmare a acestei diversificări a fenomenelor monetare, care se produce pe parcursul dezvoltării economice, analiza monetară se diversifică sub aspectul

structurii premiselor, numărului şi naturii cauzelor şi efectelor avute în vedere ş.a.m.d. Altfel spus, pe măsură ce economiile la care se referă se dezvoltă, modelele teoretice şi econometrice cu care operează analiza monetară devin mai complexe, ceea ce se reflectă prin faptul că modelele respective includ noi variabile, noi legături cauzale şi funcţionale, noi valori ale parametrilor care exprimă legăturile respective etc.

Influenţa pe care o exercită procesul de dezvoltare economică asupra dezvoltării şi diferenţierii economiei monetare se manifestă nu numai la nivelul de ansamblu al disciplinei economice respective, ci şi la nivelul diverselor teorii monetare specifice, care se referă, deci, la un anumit sistem social-economic. Din acest punct de vedere, se poate spune că gradul de dezvoltare economică este principalul factor care determină diferenţierea teoriilor monetare referitoare la acelaşi tip de economie (de piaţă, planificată, în tranziţie etc.), ceea ce este esenţial pentru clasificarea şi compararea teoriilor monetare aferente aceluiaşi sistem social-economic. Iar având în vedere numărul mare de ţări în curs de dezvoltare existente în prezent în lume şi creşterea rolului lor în viaţa internaţională, înseamnă că este necesară acordarea unei atenţii deosebite teoriilor monetare care se aplică în condiţiile specifice economiilor emergente.

Dintre tendinţele care se manifestă pe plan internaţional, important pentru dezvoltarea şi sofisticarea economiei monetare este fenomenul de mondializare (globalizare). *Mondializarea (globalizarea) este procesul prin care progresul liberei circulaţii a ideilor, persoanelor, bunurilor, serviciilor şi capitalurilor conduce la integrarea economiilor şi societăţilor contemporane*[1]. Acest proces se reflectă în analiza monetară prin elaborarea a numeroase modele teoretice şi econometrice bazate pe premisa existenţei unei economii deschise, în care există un mare număr de variabile exogene şi un mare număr de legături cauzale şi funcţionale cu exteriorul, ceea ce permite o mai bună înţelegere a naturii constrângerii externe şi a raporturilor sale cu procesele de ajustare interne. Un exemplu de rezultat important obţinut în modul acesta este „teorema incompatibilităţii a lui Mundell", care spune că, într-o economie deschisă, există o incompatibilitate obiectivă între suveranitatea politicii monetare şi fixitatea cursului valutar[2].

---

[1] — Cerna S., ş.a., *Economie monetară şi financiară internaţională*, Ed. Universităţii de Vest, Timişoara, 2006, p. 67-69.

[2] — Pentru o prezentare a demonstraţiei acestei teoreme, a se vedea şi lucrarea autorului: *Teoria zonelor monetare optime*, Ed. Universităţii de Vest, Timişoara, 2006, p. 10.

Perfecționarea metodelor cantitative de analiză economică, îndeosebi dezvoltarea econometriei, influențează dezvoltarea şi diferențiere analizei monetare prin faptul că crează posibilitatea efectuării pe scară largă a unor investigații empirice, în concordanță cu sofisticarea modelelor teoretice şi cu accentuarea caracterului lor aplicativ. Astfel, în ultimele cinci-şase decenii, au fost construite o serie de modele monetare econometrice foarte complexe, care au fost incluse apoi ca module în principalele modele de creştere cu care operează ştiința economică modernă. În modul acesta, au apărut largi posibilități de simulare pe calculator, care favorizează, la rândul lor, amplificarea şi aprofundarea investigațiilor empirice. Ca urmare, asemenea investigații sunt efectuate, la ora actuală, nu numai de către marile echipe de cercetare din universități, bănci centrale, institute de cercetări etc., care dispun de baze de date şi de o tehnică de calcul considerabilă, ci şi de analiştii independenți, care lucrează cu mijoace de calcul personale. În modul acesta, au apărut noi posibilități de repetare a testelor efectuate cu privire la diverse ipoteze teoretice şi noi posibilități de prezentare în formă cantitativă precisă a rezultatelor obținute.

În sfârşit, dezvoltarea statisticii influențează dezvoltarea şi rafinarea analizei monetare prin aceea că permite extinderea cercetărilor empirice şi aplicarea modelelor econometrice într-un domeniu în care în trecut predominau analizele calitative şi expunerile verbale. În această privință, este de amintit, în primul rând, practica includerii în culegerile de date statistice publicate în diverse țări a datelor referitoare la nivelul şi evoluția variabilele monetare, care, în trecut, lipseau din publicațiile statistice. În al doilea rând, este de menționat cuprinderea în publicațiile statistice ale organismele financiar-monetare internaționale a datelor monetare referitoare la un mare număr de țări, care, în trecut, fie nu dispuneau de un sistem de colectare, tratare şi diseminare a datelor statistice (numeroase țări în curs de dezvoltare), fie nu comunicau, din motive ideologice, asemenea date (fostele țări comuniste).

La toate acestea, se adaugă posibilitatea documentării şi comunicării prin Internet a rezultatelor cercetării ştiințifice, ceea ce anhilează aproape orice bariere în calea liberei mişcări a ideilor.

II. FORMELE MONEDEI

Economiile moderne sunt „economii monetare", în sensul că majoritatea relațiilor economice se desfășoară în formă bănească. Formele de monedă utilizate sunt însă foarte diverse, ceea ce ridică problema identificării diverselor tipuri de monedă şi descrierii trăsăturilor lor specifice. Pornind de aici, se pot degaja apoi caracteristicile lor comune şi se poate defini natura generală a instrumentului monetar.

Principalele forme pe care le îmbracă moneda pot fi evidențiate prin analiza diverselor faze ale ele evoluției istorice a instrumentului de schimb. Această analiză învederează următoarele tipuri de monedă:

1) moneda metalică;
2) moneda de hârtie (în mod tipic, bancnota);
3) moneda scripturală.

Succesiunea acestor forme relevă o tendință de dematerializare a monedei, manifestată prin înlocuirea monedei metalice cu moneda de hârtie, iar apoi prin predominața masivă a monedei scripturale şi, în fine, prin apariția recentă a monedei electronice (cărților de credit).

1. Schimbul de mărfuri şi costurile sale

Istoricii sunt de acord că în zorii civilizației a existat o fază de schimb în natură (troc sau trampă), în care omenirea nu cunoştea banii. În această fază, o anumită marfă era schimbată direct pe o altă marfă, fără a se recurge la bani:

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

alimentele, de exemplu, erau cedate în mod direct pentru îmbrăcăminte, arme, unelte, mână de lucru ş.a.m.d.

Trocul a însemnat un imens progres faţă de etapa anterioară (economia naturală), când fiecare individ trebuia să-şi însuşească cunoştinţele şi deprinderile necesare pentru producerea tuturor bunurilor de care avea nevoie, fără să reuşească, probabil, pe deplin, în nici una din aceste îndeletniciri. Iar nivelul intelectual al primilor oameni care au înţeles că îşi pot îmbunătăţi nivelul de trai prin renunţarea la o parte din bunurile proprii în schimbul unei anumite cantităţi de bunuri străine justifică, fără îndoială, atributul de „sapiens" ce le-a fost conferit de urmaşi. Progresul esenţial permis de troc constă în specializarea indivizilor care alcătuiesc o anumită comunitate umană şi, deci, în creşterea productivităţii muncii şi valorificarea superioară a resurselor de care dispune societatea respectivă[1].

Cu toate acestea, trocul „pur" funcţionează cu inconveniente atât de mari, încât până la apariţia unui alt mare progres — utilizarea monedei —, aplicarea pe scară largă a diviziunii muncii şi specializării a fost practic imposibilă.

Într-adevăr, trocul implică un cost ridicat, care frânează dezvoltarea schimbului şi a producţiei. Acest cost are două componente:

1) costul de informare;

2) costul de tranzacţionare.

1) Costul de informare rezultă din faptul că un individ care doreşte să modifice structura bunurilor pe care le deţine, prin schimbarea, de exemplu, a bunului *A* pe bunul *B*, trebuie să găsească un alt individ care să accepte, la rândul său, să schimbe bunul *B* pe *A*. Cu alte cuvinte, pentru ca tranzacţia să aibă loc, este necesar să existe o dublă coincidenţă de voinţă referitoare la obiectele schimbului, a cărei realizare impune o informare costisitoare (în

---

1 — Ideea că specializarea duce la creşterea productivităţii muncii a fost ilustrată încă de A. Smith, prin celebrul său exemplu al fabricării acelor. Într-adevăr, un om singur poate produce într-o zi cel mult câteva zeci de ace, în timp ce un mic grup de oameni, subdivizat funcţional, astfel încât fiecare să efectueze o operaţie simplă, poate produce câteva mii de bucăţi pe zi. Trebuie însă adăugat că Smith era conştient că avantajele diviziunii muncii şi specializării sunt limitate de posibilitatea vânzării produselor obţinute, adică de mărimea pieţei bunurilor respective. Căci, dacă nu poţi vinde ceea ce ai produs, cu alte cuvinte, dacă bunurile tale nu interesează pe nimeni, faptul că produci mai mult nu îţi aduce nici un folos. Acest adevăr fundamental a fost uitat de unii dintre economiştii care au urmat şi, oricum, a fost total ignorat de economiştii şi conducătorii politici din fostele ţări comuniste, pentru care producţia era totul.

termeni de timp sau resurse). Această primă categorie de costuri de informare este cea mai bine cunoscută, iar ca urmare este prezentat adesea ca fiind inconvenientul esențial şi chiar exclusiv al trocului[1].

Există însă şi un alt tip de costuri de informare, care se referă la momentul schimbului: pentru ca tranzacția să aibă realmente loc, este necesar, de asemenea, ca partenerii să accepte efectuarea schimbului în acelaşi moment. Altfel spus, necesitatea unei duble coincidențe de voințe în materie de obiecte ale schimbului este completată de necesitatea unei duble coincidențe de voințe în ceea ce priveşte momentul schimbului[2].

2) Costul de tranzacționare cuprinde costul de transport, de depozitare, pază, perisabilități etc. Aceste elemente de cost sunt în mod concret foarte diferite de la o tranzacție la alta, deoarece depind de un mare număr de factori, ce țin de natura bunurilor schimbate, solididitatea sau fragilitatea acestora, cantitate, distanță ş.a.m.d. Costurile de tranzacționare de acest gen afectează orice act de schimb, indiferent de forma acestuia — troc sau altă formă —, însă specific trocului este faptul că au o pondere ridicată în raport cu valoarea bunurilor care sunt schimbate.

Pe lângă costul de informare şi costul de tranzacționare, trocul prezintă şi un alt inconvenient, ce ține de această dată de configurația bunurilor pe care le doresc agenții economici. Natura acestui inconvenient este ilustrată de celebrul exemplu al schimbului indirect, imaginat de K. Wicksell[3].

Să presupunem că există trei indivizi, care dețin fiecare un anumit bun: individul *X* deține bunul *A*, individul *Y* deține bunul *B*, iar individul *Z* deține bunul *C*. Primul individ, *X*, proprietar al bunului *A*, nu are nevoie însă de acest bun, ci doreşte bunul *B* şi doar acesta; cu alte cuvinte, lui *X* nu îi trebuie nici propriul său bun, *A*, şi nici bunul *C*. Însă, *Y*, proprietar al bunului *B*, nu doreşte nici el bunul *A*, ci doar bunul *C*. Or, al treilea individ, *Z*, proprietar al bunului *C*, nu doreşte bunul *B*, ci doar bunul *A*.

În aceste condiții, este clar că nici una din cele trei persoane nu poate obține bunul pe care îl doreşte în mod direct de la proprietarul bunului respectiv; acest lucru se poate însă realiza, dacă toate cele trei persoane recurg la un schimb

---

[1] — De ex., Friedman M., *The Optimum Quantity of Money*, MacMillan, Chicago, 1969, p.3.

[2] — Perlman M., *The Roles of Money in a Economy and the Optimum Quantity of Money*, Economica, August, 1971.

[3] — Wicksell K., *Interest and Prices*, MacMillan, Londres, 1936, p. 16-17.

indirect (triangular). De exemplu, *X* poate obține de la *Z*, în schimbul bunului său, *A*, o anumită cantitate din bunul *C*, însă aceasta nu pentru a consuma bunul respectiv, ci pentru a-l schimba pe bunul *B*, de care, de fapt, are nevoie.

Exemplul de mai sus este semnificativ din două puncte de vedere. În primul rând, se observă că, în cazul trocului, pe măsură ce creşte numărul fazelor intermediare, în care trebuie să se realizeze dublele coincidențe de voințe amintite, numărul tranzacțiilor necesare pentru a ajunge la situația de echilibru tinde şi el să crească. Or, odată cu creşterea numărului participanților la schimb, respectiv, odată cu creşterea costului aferent fiecărei faze, acest inconvenient devine unul major, fiind din ce în ce mai greu de suportat. În al doilea rând, se constată că agentul economic *X* utilizează, de fapt, bunul *C* ca intermediar de schimb (*tertum permutationis* — cum îl numeau autorii mai vechi) pentru a-şi atinge obiectivul de consum final. Cu alte cuvinte, chiar şi în cazul trocului, utilizarea unui intermediar de schimb poate fi avantajoasă pentru toți participanții la procesul de schimb. În acest context, afirmația lui L. von Mises că „teoria monetară este, de fapt, o teorie a schimbului indirect" este cât se poate de pertinentă[1].

Din cauza dificultăților menționate, trocul „pur" (primitiv) nu a existat decât în societățile închise, ori în care numărul indivizilor sau al bunurilor susceptibile a fi tranzacționate era limitat. În economiile ceva mai complexe, realizarea echilibrului schimburilor şi creşterea volumului acestora impun găsirea unor soluții pentru atenuarea inconvenientelor arătate.

Din punct de vedere istoric, atenuarea inconvenientelor trocului s-a produs prin perfecționarea tehnicilor de tranzacționare, ceea ce se realizează în principal pe următoarele patru căi:

1) stabilirea unor locuri anumite de efectuare a schimburilor;

2) crearea unor case de compensare (*clearing*);

3) utilizarea unor mărfuri obişnuite cu rol de intermediar de schimb;

4) utilizarea unor mărfuri speciale cu rol de intermediar de schimb.

1) Stabilirea unor locuri de efectuare a schimburilor, în spații şi la momente determinate, cunoscute cu anticipație (târguri, iarmaroace, bâlciuri, oboare, bazaruri etc.), facilitează în mod evident întâlnirea părților şi, deci, realizarea tuturor seriilor de duble coincidențe amintite. Aceste piețe — în sensul comun

[1] — Mises L., *Human Action: A Treatise on Economics*, Fox&Wilkes, San Francisco, 1966, p. 418.

al termenului[1] — reduc foarte mult costurile de informare implicate de troc, însă nu le elimină complet.

2) Crearea unor case de compensare (*clearing*) permite, de asemenea, atenuarea constrângerilor trocului. Într-adevăr, organismul de compensare constituie un fel de „ecran" care se interpune între agenții economici care doresc să-şi modifice zestrea inițială de bunuri. Astfel, aceşti agenți nu vor mai schimba unul cu altul bunurile în mod direct, ci vor recurge la intermediarul reprezentat de casa de compensare (oficiul de clearing): fiecare va depune la acest organism bunurile pe care intenționează să le schimbe şi va putea obține — pentru o valoare echivalentă — bunuri depuse de către alți participanți.

3) Utilizarea unor mărfuri obişnuite cu rol de intermediar de schimb prezintă avantaje similare cu recursul la o casă de compensare, fără a genera însă costurile pe care le implică crearea şi funcționarea unui asemenea organism. În plus, în ipoteza că marfa-intermediar are asemenea caracteristici încât poate fi conservată o anumită perioadă de timp, se reduc costurile de informare implicate de realizarea amintitei duble coincidențe temporale a voințelor.

În acest al treilea caz, în loc să schimbe direct o marfă pe altă marfă, vânzătorul schimbă marfa sa pe o marfă-intermediar, iar apoi, cu aceasta din urmă, cumpără marfa de care are, de fapt, nevoie. În modul acesta, actul de vânzare este disociat în timp de actul de cumpărare, ceea ce facilitează amintita adaptare temporală a conduitei agenților economici.

La prima vedere, s-ar părea că, în loc să simplifice lucrurile, faptul că se efectuează două tranzacții în loc de una singură le complică şi mai mult. Dacă, de exemplu, un individ deține cereale şi doreşte să le schimbe pe pânză, s-ar părea — dar nu este aşa — că ar proceda mai expeditiv, dacă schimbă în mod direct cele două mărfuri una pe alta, nu vânzând întâi cerealele pe marfa-intermediar (de ex., sare[2]), iar apoi cumpărând cu aceasta din urmă pânza de care are realmente nevoie.

---

[1] — Loc special amenajat, unde se face comerț cu mărfuri.

[2] — Faptul că sarea a jucat odinioară un asemenea rol este dovedit de cuvântul „salariu", care provine de la „sal, is"=sare (lat.), cu care erau plătiți soldații romani. De aici, numeroasele expresii cu sens economic în care apare cuvântul: „sarea pământului" = ceea ce este mai de preț, mai valoros; „marea cu sarea" sau „sarea şi marea" = ceva exagerat de mult, imposibil de realizat; „a primi pe cineva (sau a ieşi înaintea cuiva) cu pâine şi sare" = a primi pe cineva cu deosebită cinste; „a nu avea (nici) sare de mămăligă"= a fi foarte sărac; etc.

În realitate, cele două tranzacții amintite — vânzarea cerealelor pe marfa-intermediar (aici, sarea), iar apoi cumpărarea cu aceasta din urmă a pânzei — sunt mai uşor de realizat decât una singură. Motivul este că marfa-intermediar nu este una oarecare, ci un bun extrem de important pentru viața comunității respective fie ca bun de consum, fie ca mijloc de producție. Ca urmare, marfa respectivă face obiectul unei cereri şi oferte generale în societatea în cauză.

Practic, aceasta înseamnă că, în comunitatea respectivă, se găsesc întotdeauna unii indivizi dispuşi să cedeze marfa pe care o au în schimbul acestei mărfi importante sau, dimpotrivă, să cedeze această marfă, dorită de toți, în schimbul unui anumit bun, de care, în ceea ce îi priveşte, au mai mare nevoie decât de marfa considerată de toată lumea ca fiind foarte importantă.

Spre deosebire de aceasta, doar o întâmplare fericită îi permite deținătorului de cereale din exemplul nostru să întâlnească *hic et nunc* o persoană care are nevoi exact opuse, adică este dispusă să cedeze pânza şi să primească cerealele. Şi chiar dacă întâlnirea are loc — de exemplu, prin stabilirea cu anticipație a datei şi a locului târgurilor, iarmaroacelor, piețelor etc. —, nu este deloc sigur că părțile se vor înțelege şi sub aspectul raporturilor de schimb (prețurilor), cantităților şi celorlalte condiții concrete ale schimbului.

În termeni probabilistici, se poate spune că absența oricărei coincidențe este mult mai probabilă decât existența a două serii paralele de duble coincidențe, iar, ca urmare, cu excepția cazului în care cei doi posesori de mărfuri din exemplu nostru se întâlnesc pur şi simplu din întâmplare, nici unul din ei nu-şi vor putea satisface trebuințele.

Reconstrucția pe baze logice a istoriei schimbului implică, aşadar, supoziția că epoca trocului cuprinde o fază mai avansată, în care se folosesc deja anumite mărfuri-monedă. Această presupunere este confirmată, de altfel, de izvoarele istorice, care relevă că rolul de mijloc de schimb a fost jucat, în diferite perioade şi la diferite popoare, de mărfuri numeroase şi diverse: sarea, animalele, carnea, pieile, blănurile, uleiul de măsline, peştele, scoicile, tutunul, sclavii, arama, fierul, argintul, aurul, diamantele, chihlimbarul etc. În civilizațiile pastorale, cum ar fi, cele din bazinul mediteranean, de exemplu, rolul de marfă-bani a fost indeplinit de animale (pecus — lat.), de unde cuvântul „pecunia" (bani) şi adjectivul „pecuniar" din limba română modernă[1].

[1] — Faptul că animalele au avut odinioară rolul de bani, fiind identificate cu bogăția în general, este relevat şi de cuvântul „capital", care provine de la „caput, capitalis, e"=capete de vite (lat.).

4) Utilizarea unor mărfuri speciale cu rol de intermediar de schimb permite reducerea şi mai accentuată a inconvenientelor trocului. Într-adevăr, adoptarea unei mărfi-intermediar are avantajul că duce la minimizarea costului de informare, însă determină totodată creşterea numărului tranzacţiilor necesare pentru realizarea echilibrului. Aceasta, deoarece disociază actul vânzării de cel al cumpărării, separând aceste două operaţiuni în timp şi spaţiu.

Inconvenientul reprezentat de creşterea numărului tranzacţiilor poate fi însă şi el diminuat, şi anume acţionând nu asupra numărului tranzacţiilor, ci a costului unitar aferent fiecărei tranzacţii în parte. Or, în cazul în care marfa-intermediar nu este una oarecare, ci este aleasă în mod adecvat, în sensul că este uşor de transportat şi de stocat, este neperisabilă etc., reducerea costului unitar de tranzacţionare poate fi atât de mare încât să compenseze amintita creştere a numărului operaţiunilor intermediare.

Mai trebuie adăugat că, în ipoteza că marfa-intermediar este o marfă cu anumite caracteristici speciale, care o fac deosebit de aptă pentru a servi ca instrument de schimb, dezvoltarea economiei tinde să privilegieze această funcţie de mijloc de schimb în raport cu oricare alte întrebuinţări anterioare ale mărfii respective în producţie sau consum. Altfel spus, marfa în cauză încetează să mai fie o marfă ca oricare alta, deoarece dobândeşte o finalitate economică care îi este proprie, ceea ce determină estomparea caracterului său de marfă obşnuită şi accentuează caracterul său de monedă.

În modul acesta, prin utilizarea unui intermediar de schimb specific, epoca trocului începe să fie depăşită şi înlocuită treptat cu epoca economiei monetare.

2. Formele istorice ale monedei

În ordine istorică, intermediarul general de schimb a luat, în mod concret, următoarele trei forme principale:

1) moneda metalică;

2) moneda de hârtie;

3) moneda scripturală.

Emergenţa acestor forme monetare se explică prin permanenta încercare de adaptare a omenirii la necesităţile schimbului. Într-o perspectivă evoluţionistă,

se poate constata, într-adevăr, o succesiune de forme monetare din ce în ce mai bine adaptate la nevoile comerțului. Şi este profund semnificativ faptul că această evoluție istorică relevă amintita tendință constantă de „dematerializare" a monedei.

Aceasta nu înseamnă însă că diferite forme de monedă nu au fost utilizate adesea în mod simultan.

2.1. Moneda metalică

Fiecare din mărfurile care au îndeplinit la un moment dat rolul de mijloc de schimb prezintă, din punct de vedere monetar, avantaje şi dezavantaje. Astfel, animalele se înmulțesc pe cale naturală, sporind, în modul acesta, avuția proprietarului[1], însă nu sunt divizibile şi, deci, nu pot fi folosite pentru efectuarea plăților mărunte. De asemenea, faptul că animalele au multiple întrebuințări în consum şi în producție, precum şi — după cum observă unii autori — în practicile religioase (sacrificii rituale), sustrage tot timpul această marfă din sfera circulației. Or, pentru a putea servi ca intermediar de schimb, tocmai aceasta este principala calitate care i se cere unei mărfi: să rămână în permanență în circulație pentru a servi ca mijloc de schimb al celorlalte mărfuri. Tot aşa, calitatea vinului se îmbunătățeşte odată cu trecerea timpului, însă nu acelaşi lucru se întâmplă cu berea sau cu sclavele; uleiul de măsline este divizibil în orice proporție şi are o culoare frumoasă, însă este greu de păstrat şi de transportat; fierul ruginește, iar valoarea sa a fost mai tot timpul atât de mică, încât este necesar transportul dintr-un loc în altul a unor mari cantități de metal; valoarea diamantului nu este proporțională în raport cu greutatea sa, deşi variază în funcție de mărime: de aceea, un diamant pierde o parte din valoare atunci când este tăiat în bucăți; ş.a.m.d.

Dintre toate mărfurile, metalele zise „nobile" — aurul şi argintul — au o serie de proprietăți fizico-chimice excepționale, care le fac extrem de potrivite pentru a juca rolul de mijloc de schimb. Astfel, aceste metale sunt relativ rare şi, deci, au valoare mare într-un volum mic; sunt inalterabile, deoarece nu se oxidează în contact cu aerul: ca urmare, pot fi păstrate un timp îndelungat, fără

[1] — Şi infirmând totodată în modul acesta concepția aristotelică, după care moneda este o formă de avuție „sterilă".

a-şi modifica greutatea (valoarea); sunt divizibile în orice proporţie, fără a-şi pierde din valoare: un lingou de aur (argint) de 1 kg valorează de exact cât patru lingouri de 250 g; etc. Din aceste motive, metalele preţioase sunt dorite de aproape oricine pentru confecţionarea de podoabe, decoraţii, amulete, talismane ş.a.m.d.

La început, aurul şi argintul au fost utilizate sub formă de lingouri, bare, broşe, cercei, inele, coliere etc., adică în forma nemonetară în care se aflau din timpurile imemoriale în care au fost descoperite. În această epocă premonetară, obiectele din metal preţios respective au fost, de fapt, marfă-mondă, deoarece erau dorite şi folosite şi în alte scopuri, nu numai şi nu în primul rând pentru serviciul monetar pe care îl prestau. Însă, din cauza fenomenului deja amintit, de accentuare a rolului de instrument de schimb, marfa-monedă se transformă treptat în monedă-marfă. Cu alte cuvinte, odată cu multiplicarea schimburilor, utilitatea intrinsecă a metalelor preţioase trece pe planul doi, iar esenţială devine utilitatea lor economico-socială, şi anume aceea de a servi ca mijloc de schimb.

În mod concret, această mutaţie s-a produs din cauza dezavantajelor practice pe care le presupune utilizarea comercială în formă nestandardizată a metalelor preţioase. Astfel, fiind confecţionate de particulari, greutatea şi titlul (proporţia de metal preţios în compoziţia aliajului) obiectelor de genul celor amintite variau foarte mult, iar, ca urmare, pentru a cunoaşte valoarea lor reală, trebuia să se procedeze, de fiecare dată, la verificări îndelungi şi complexe. De aceea, autorităţile de diferite genuri (statale, imperiale, orăşeneşti, provinciale, seniorale, ecleziastice, regale etc.) au început să pună în circulaţie lingouri, transformate ulterior în simple discuri, care erau „marcate", adică însemnate cu o siglă specială (efigie, figură, siluetă, simbol etc.), care să indice, pe răspunderea emitentului, titlul şi greutatea pieselor respective. Populaţia s-a obişnuit treptat cu aceste piese, fără a mai resimţi nevoia să verifice valoarea lor cu ocazia fiecărei tranzacţii[1]. În modul acesta, de la mărfurile-monedă, care trebuiau de fiecare dată cântărite, încercate etc., s-a trecut la monezile pur şi simplu numărate. Or, aceast fapt a creat numeroase avantaje practice, deoarece

[1] — Ceea ce nu înseamnă că posibilitatea contrafacerii monedei, întreprinsă adesea de înşişi emitenţii ei, a dispărut cu totul. Pentru o prezentare instructivă a falsurilor care marchează istoria monedei, a se vedea: Negrea R., *Moneda, de la scoicile-monedă la cecul electronic*, Editura Albatros, Bucureşti, 1988.

— în mod evident — operațiunea de numărare este mult mai uşoară din punct de vedere intelectual şi fizic decât operațiunile de cântărire, verificare etc.

Se presupune că primele monezi au apărut în Europa în sec. VIII-VII î.e.n., în orice caz, după descoperirea cântarului şi crearea principalelor sisteme de numerație (sexagesimal, zecimal etc.)[1]. După Herodot, locul de origine al monedei, ar fi Lidia, iar autorul prezumat al acesteia ar fi regele Licurg (după alții, Gyges). Alte izvoare antice informează însă că regele Licurg nu ar fi avut alt merit decât că şi-a pus pecetea pe bucățile ovoidale de electrum (aliaj din aur şi argint), pe care supuşii săi le foloseau deja ca instrument de schimb. Conform acestor surse, adevăratul părinte al monedei ar fi fost Phidon, regele din Argos, care a trăit mai înainte. Se pare că ambele tradiții antice sunt adevărate, dar se referă la tipuri numismatice diferite.

Primele monezi au circulat pe teritoriul de azi al României încă în sec. V î.e.n., fiind reprezentate de piesele monetiforme din bronz provenite din Histria, asemănătoare cu una din primele emisiuni ale Olbiei, dar de dimensiuni mai mici[2]. De asemenea, printre primele monezi, folosite de negustorii greci în oraşele pontice şi în regiunile înconjurătoare, se numără şi cele provenite din emisiunile de bronz ale Olbiei, precum şi alte monede din metal prețios răspândite pe atunci în lumea greacă.

Cele mai vechi monede bătute pe teritoriul României sunt cele ale Histriei, confecționate după sistemul ponderal vechi fenician (drahme din argint, cu greutate de 8,3 g, oboli şi semioboli — ca monedă divizionară)[3].

Datorită avantajelor sale, practica baterii de monedă s-a răspândit, fiind adoptată cu timpul de toate popoarele civilizate. Treptat, ea a devenit o problemă de stat şi o expresie a suveranității acestuia (drept regalian).

Denumirile primelor monezi au fost la început înseşi denumirile diverselor unități de greutate. De exemplu, denumirea de „liră" (*pound*), folosită şi în prezent pentru a desemna moneda națională a Angliei (şi a altor câtorva țări), provine de la unitatea de greutate numită „livră", care era folosită pentru cântărirea argintului. Cu timpul, cele două aspecte s-au disociat, iar piesele

---

[1] — Potrivit unor numismați, în China circulau monezi metalice încă din sec. XI î.e.n. Unele studii antropologice menționează existența discurilor şi a pieselor metalice şi mai devreme, în jurul anului 3.000 î.e.n. (China, valea Indusului).

[2] — Kirițescu K., *Sistemul bănesc al leului şi precursorii lui*, Editura Academiei, Bucureşti, 1964, vol. I, p. 16.

[3] — Idem, p. 19-21.

monetare, deşi păstrau, eventual, acelaşi nume, au început să fie confecţionate din cantităţi de metal preţios mult mai mici.

De asemenea, în cursul timpului, au fost aduse numeroase îmbunătăţiri tehnologiei de confecţionare a monedelor (turnare, batere, marcare etc.).

*

* *

Moneda metalică — bronz, aramă, argint, aur etc. — se află, aşadar, la dispoziţia europenilor de 27-28 de secole, perioadă istorică suficient de lungă pentru ca ea să pătrundă în toţi porii civilizaţiei create de rasa albă.

În această evoluţie multiseculară a monedei metalice, pot fi delimitate trei mari perioade:

a) o fază de ascensiune şi de triumf al rolului monetar al aurului, în cursul căreia acest metal şi-a eliminat treptat toţi concurenţii, mai ales argintul — fază care se termină în linii mari odată cu izbucnirea primului război mondial;

b) o fază de reducere a rolului monetar al aurului ca monedă internă, care coincide aproximativ cu perioada interbelică;

c) o fază de diminuare a rolului aurului ca monedă internaţională, care a început în anul 1944, odată cu crearea sistemului monetar internaţional de la Bretton Woods şi s-a încheiat în anii 1976-1978, prin crearea sistemului monetar internaţional actual (numit şi „sistemul de la Kingston-Jamaica")[1].

Ca urmare a acestei evoluţii istorice, în prezent, monezile metalice nu mai sunt confecţionate din metal preţios.[2] Ele sunt făcute din aluminiu, oţel, alamă, nichel etc., şi servesc ca „monedă divizionară" pentru efectuarea plăţilor de mică valoare sau pentru a da rest. Valoarea lor nominală este independentă de costul lor de fabricaţie şi, cu excepţia faptului că, pe de o parte, sunt confecţionate din metal, iar pe de altă parte, reprezintă valori mici, au toate caracteristicile biletelor de hârtie.

Prima formă istorică a monedei pe care a cunoscut-o omenirea — moneda metalică — are, aşadar, un accentuat caracter material. Apărută ca urmare a acţiunii spontane a indivizilor, moneda a devenit în curând o creaţie a statului, ceea ce a făcut ca ea să fie din ce în ce mai bine adaptată funcţiilor sale şi, deci,

---

[1] — A se vedea cap. III, &6 şi &7 *infra*.

[2] — Cu excepţia unor monezi confecţionate special pentru a fi tezaurizate de public.

să conteze din ce în ce mai puțin ca marfă și din ce în ce mai mult ca instrument de schimb. De aceea, moneda metalică nu constituie decât o etapă în istoria generală a monedei.

2.2. Moneda de hârtie

Încă din perioada în care lumea folosea moneda metalică cu valoare proprie deplină (aur, argint), au început să apară și alte tipuri de monedă. Printre acestea, o importanță deosebită are moneda de hârtie, a cărei apariție și răspândire au determinat o schimbare radicală a gândirii și practicii monetare.

La fel ca moneda metalică, moneda de hârtie este rezultatul unei îndelungate evoluții istorice. Astfel, practica utilizării monedei de hârtie a fost constatată de Marco Polo în China, în secolul al XIII-lea, iar istoricii afirmă că acest tip de monedă exista în Asia încă din sec. al IX-lea. În antichitatea clasică, bancherii romani emiteau așa-zise „recepta", care erau înscrisuri ce dovedeau faptul că au primit în depozit monedă metalică și care treceau adesea din mână în mână.

În funcție de natura legăturii sale cu metalul prețios, moneda de hârtie se prezintă istoric în trei forme:

1) biletul de hârtie reprezentativ;

2) biletul de hârtie convertibil;

3) biletul de hârtie neconvertibil.

1) Biletul de hârtie reprezentativ a apărut încă în Evul Mediu, când bancherii italieni și olandezi, bijutierii francezi și englezi etc., au început să remită clienților lor — care le încredințau spre păstrare monezi din aur sau argint, respectiv metale prețioase sub formă de lingouri, bijuterii etc. —, „recipise" (chitanțe, certificate) care atestau existența depozitului și pe care titularii le puteau transfera altor persoane. În modul acesta, a apărut și s-a generalizat treptat o circulație a „recipiselor", paralelă cu circulația monedei metalice.

Aceste „recipise" nu constituiau însă o monedă veritabilă, distinctă de moneda metalică, căci titlurile respective corespundeau unei cantități de aur sau argint bine determinate și individualizate, care aparținea deținătorului „certficatului". Depozitele aferente nu aduceau nici o dobândă, ci, dimpotrivă,

depunătorul era cel care plătea bancherului o anumită taxă de păstrare[1]. În cazul în care un asemenea „certificat" trecea de la un posesor la altul, ceea ce se transfera, în realitate, era moneda metalică depozitată la bancă, deoarece aceasta şi numai aceasta constituia monedă adevărată.

Totuşi, din cauza comodităţii sale, aceste bilete de hârtie (bilete de bancă, bancnote — cum au mai fost numite), reprezentând, aşadar, o anumită cantitate de metal preţios depusă la emitent, au început să fie utilizate ca instrument de schimb în locul monezilor metalice. Este adevărat că noul instrument a rămas multă vreme rezervat tranzacţiilor efectuate de negustori, însă, cu timpul, se va răspândi în toată lumea, devenind o formă de monedă utilizată pe scară largă.

2) Biletul de hârtie convertibil a apărut din cauză că deţinătorii de bilete reprezentative nu veneau întotdeauna să-şi retragă depozitul de la bancă, ceea ce a permis depozitarilor (bancherilor) să emită o cantitate de bilete mai mare decât stocul lor de aur.

Emisiunea de bancnote convertibile în metal a fost inaugurată în Europa, la începutul sec. al XVII-lea, de către către Banca din Amsterdam. Ulterior, această practică s-a generalizat, devenind, în sec. XIX, o tehnică bancară obişnuită în toate ţările din lumea civilizată.

În termeni istorici concreţi, factorul care a declanşat procesul de afirmare a bancnotelor convertibile a fost faptul că, în acea epocă, în Ţările de Jos, circulau monezi metalice de origini foarte diverse şi, deci, cu greutăţi, titluri, forme şi denumiri diferite, multe din ele uzate sau pilite cu bună ştiinţă pentru a sustrage metalul preţios. De aici, rezultau mari inconveniente pentru negustorii nevoiţi să cunoască titlurile tuturor aliajelor din care erau confecţionate monezilor europene şi să determine, cu ocazia fiecărei tranzacţii, greutatea (valoarea) pieselor care le erau remise. De aceea, ei au început să aducă piesele respective la nou înfiinţata Bancă din Amsterdam (1609), care le verifica şi remitea deponenţilor, în schimbul acestor monezi, propriile sale bilete, care apoi circulau din mână în mână.

Biletele emise de Banca din Amsterdam se deosebeau de vechile „certificate de depozit", căci nu mai corespundeau unei cantităţi individualizate de metal. În comparaţie cu monezile metalice existente în circulaţie, aceste bancnote aveau avantajul că erau mai uşor de folosit în tranzacţiile zilnice.

---

[1] — De fapt, această plată reprezenta o primă de asigurare.

Cu toate acestea, între bancnotele respective şi metalul prețios (aur, argint) se menținea o strânsă legătură. Astfel, de fiecare dată când un asemenea bilet era pus în circulație, o anumită cantitate de metal prețios, reprezentând aceiaşi valoare, era retrasă din circulație, bancnotele fiind, deci, doar „reprezentantul" metalului, în sensul că circulau în locul acestuia, nu alături de el. Deocamdată, biletul de hârtie reprezentativ nu era, aşadar, o veritabilă monedă, care să se adauge la moneda metalică, aşa cum se va întâmpla mai târziu.

Lucrurile se vor schimba însă radical odată cu inițiativa avută în anul 1656 de Palmustruch, fondatorul Băncii Suediei. Ideea cu adevărat genială a lui Palmstruch a fost să combine două operațiuni până atunci distincte: emisiunea de bancnote şi acordarea de credite (scont de efecte comerciale).

Într-adevăr, şi înainte ca Palmstruch să-şi aplice inovația, băncile efectuau pe scară destul de largă operațiuni de acordare de credite sub formă de scont de efecte comerciale (trate, bilete la ordin, cecuri etc.)[1]. Ele ofereau prezentatorilor la scont monedă metalică, care era singura monedă a vremii, pe care debitorii o rambursau apoi la scadența titlului respeectiv.

Originalitatea lui Palmustruch a fost să propună prezentatorilor la scont (clienți, debitori ai băncii) achitarea titlului nu cu piese metalice, ci cu bilete de hîrtie, care să conțină anagajamentul băncii de a pune la dispoziția posesorilor, la simpla cerere şi fără nici o formalitate, suma corespunzătoare în monedă metalică.

Operațiunea era, fără îndoială, foarte interesantă pentru bancă, deoarece îi permitea ca, folosind aceiaşi cantitate de monedă metalică drept „acoperire", să acorde un volum de credite considerabil mai mare şi, deci, să-şi sporească profitul. Însă, operațiunea era avantajoasă şi pentru clienții băncii, în particular pentru prezentatorii la scont, ceea ce îi şi făcea, de fapt, să accepte o hârtie (bancnota) în schimbul propriei lor hârtii (cambia), care, în definitiv, putea şi ea să circule prin gir (andosare), fără a mai plăti o taxă de scont (dobânda).

Astfel, ca instrument monetar, biletul de bancă prezintă incontestabile avantaje față de efectele comerciale (trate, bilete la ordin etc.):

---

[1] — Scontul este o operațiune de creditare, realizată prin preluarea de către o bancă, contra plată (taxă de scont), a unui efect comercial (trată, bilet la ordin etc.), de la beneficiarul său, înainte ca titlul respectiv să fi ajuns la scadență.

a) valoarea bancnotei este invariabilă, în timp ce valoarea cambiei (poliței) creşte pe măsură ce se apropie momentul scadenței;

b) bancnota are o valoare exprimată într-o cifră rotundă (cupiură), în timp ce efectele comerciale nu;

c) bancnota se transmite prin simplă remitere manuală, în timp ce circulația cambiei impune îndeplinirea formalității girului (andosării);

d) bancnota circulă într-un cerc mai larg de persoane, căci este semnată de un bancher cunoscut, de obicei, de toată lumea, pe când efectele comerciale, având semnătura unui comerciant cunoscut doar de partenerii săi, circulă într-un cadru local ş.a.m.d.

Rezultă că, acceptând să plătească o taxă (de scont) pentru a înlocui efectele comerciale cu bancnote, prezentatorii la scont plătesc, de fapt, avantajele menționate.

Bancnotele au devenit cu timpul o veritabilă monedă, distinctă de moneda metalică, deşi păstrau încă legături strânse cu aceasta din urmă, deoarece, în maniera arătată, au început să fie create nu numai şi nu în primul rând cu ocazia constituirii în prealabil a unui depozit la bancă, ci a acordării unui credit de către bancă unui client al său. În modul acesta, înscrisurile respective au început să certifice existența nu a unui depozit bancar, ci pur şi simplu existența unui credit acordat de bancă clientului său.

Într-adevăr, pe măsură ce practica bancară a degajat treptat principiul emisiunii biletelor de hârtie pe calea creditului, această modalitate de punere în circulație a bancnotelor a permis, pe de o parte, creşterea cantității acestora peste nivelul stocului de aur deținut de bănci ca „acoperire" (a circulației fiduciare), iar pe de altă parte, emisiunea bancnotelor fără retragerea neaparată a unei cantități echivalente de piese metalice. Consecința a fost că bancnotele nu mai înlocuiau moneda metalică, ci se alăturau acesteia, concurând cu ea în îndeplinirea funcțiilor monetare.

Aceste mutații apărute în natura şi mecanismele de emisiune şi retragere din circulație a biletului de hârtie s-au reflectat şi în plan terminologic. Astfel, deoarece acum biletele erau emise şi retrase din circulație cu ocazia acordării şi rambursării creditelor bancare, noul tip de monedă a fost numit „monedă de credit".

O inovație subsidiară, însă extrem de importantă din punct de vedere practic, este ceea a fraților Goldsmith (bijutieri şi bancheri londonezi), care au

strălucita idee de a confecționa „recipisele" lor (*notes*) în cupiuri de valori rotunde.

Aceste prime „bilete de bancă" propriu-zise (bancnote), apărute în sec. XVII, se asemănau cu „recipisele" bancherilor din Evul Mediu sau din epoca Renașterii, deoarece, la fel ca acestea din urmă, erau acceptate doar în virtutea încrederii în emitent și în capacitatea acestuia de a le converti în aur oricând, oricui și în orice cantitate. Având adesea înscrise pe ele mențiunea: „rambursabile la vedere la banca X", aceste bancnote au fost considerate și ele, la început, o simplă promisiune de a da adevărata monedă, care, în epocă, era în continuare moneda din aur sau argint. Noua monedă era, așadar, o „monedă fiduciară"[1] privată (facultativă), dar, care, prin generalizarea utilizării sale, va deveni o monedă oficială.

În sec. al XIX-lea, se produce o nouă mutație importantă, și anume emisiunea bancnotelor, care, la început, era făcută de toate băncile, este încredințată exclusiv băncii centrale, care, din această cauză, este numită și „bancă de emisiune". Totodată, statul conferă bancnotelor „curs legal", iar emisiunea acestora este foarte strict reglementată, stabilizându-se treptat la raportul 1/3 (aur/bancnote).

Înzestrarea bancnotelor cu „curs legal" a făcut ca acceptarea lor în plată de către agenții economici să devină obligatorie, la fel ca în cazul monedei metalice. Deși, în epocă, aceste bilete de bancă erau în continurare convertibile în aur, ele puteau fi calificate, de acum, pe bună dreptate, drept „monedă fiduciară" (*fiat money*), deoarece valoarea lor depindea mai mult de încrederea pe care deținătorii lor o acordau emitentului, decât de cantitatea de metal pe care o reprezentau.

În general, bancnotele convertibile s-au folosit până la izbucnirea primului război mondial. În epoca respectivă, monezile din aur și argint au continuat să fie forma principală de monedă, însă bancnotele se utilizau, de asemenea, pe scară largă, fiind admise în plată pentru aceleași motive pentru care erau admise și „recipisele" în Evul Mediu și în epoca Renașterii: comoditatea utilizării, încrederea inspirată de emitentul lor și raritatea monezilor metalice. Din acest din urmă punct de vedere, de exemplu, este absolut rațional a avea un

[1] — Fiducio, ere = încredere (lat.). În limba engleză, acest tip de monedă este numit „fiat money".

tip de monedă a cărei cantitate să poată fi sporită pe măsură ce creşte volumul tranzacţiilor.

3) Biletul de hârtie neconvertibil a apărut din cauza pierderii — din varii motive — a încrederii deţinătorilor de bancnote, ceea a dus la cereri masive de convertire a acestora în aur. Or, având în vedere că valoarea totală a bancnotelor existente în circulaţie depăşea frecvent valoarea stocului de aur al băncii de emisiune, a apărut pericolul falimentului băncii centrale. În asemenea situaţii, statul a intervenit adesea, decretând „cursul forţat" al bancnotelor şi, deci, degrevând banca centrală de obligaţia de a le converti în aur (argint).

Astfel, în anul 1914, odată cu izbucnirea primului război mondial, toate statele europene au suspendat convertibilitatea în aur a bancnotelor lor. În modul acesta, caracterul fiduciar al bancnotelor s-a accentuat, iar agenţii economic s-au obişnuit treptat ca moneda să nu mai fie marfă şi să nu mai aibă o valoare intrisecă, ci doar o valoare de schimb (putere de cumpărare).

În prezent, toate statele lumii (în măsura în care mai au monedă proprie, în sensul că nu participă la o uniune monetară, cum ar fi, Uniunea Economică şi Monetară Europeană-UEM) emit doar bancnote neconvertibile. Detaşată de metalul preţios, această monedă de hârtie este numită de unii autori şi „hârtie-monedă".

În planul principiilor, această evoluţie a dus la abandonarea de către doctrină şi practică a tezei că biletul de bancă este un simplu înlocuitor în circulaţie al aurului. Natura sa monetară proprie este actualmente unanim recunoscută, bancnotele fiind emise de băncile centrale în funcţie de cerea de credite a economiei şi de situaţia conjuncturii.

În România, primele bancnote au fost puse în circulaţie de Banca Naţională în anul 1880. De fapt, ele erau vechile „bilete ipotecare"[1], transformate în bancnote prin aplicarea unei ştampile care purta titulatura Băncii Naţionale şi care acopera vechea denumire de „bilet ipotecar". Ulterior, au fost emise bancnote propriu-zise, care, în perioada 1882-1885, au înlocuit în circulaţie biletele ipotecare.

În prezent, bancnotele neconvertibile şi monezile metalice din metal obişnuit sunt emise de Banca Naţională, care are acest drept în mod exclusiv

[1] — Biletele ipotecare au fost bonuri de tezaur emise de guvern în 1877, în cadrul unei operaţiuni de împrumut public, menit să producă fondurile necesare pentru construirea liniei ferate Buzău-Mărăşeşti, procurarea de armament şi unele cheltuieli bugetare curente. Titlurile de credit public respective au fost garantate cu ipotecă instituită asupra unor domenii ale statului, de unde şi denumirea de „bilete ipotecare".

(monopolul emisiunii)[1]. Ele sunt declarate prin lege ca reprezentând moneda națională (leul), a cărei folosire pentru plățile efectuate pe teritoriul României este obligatorie (curs legal).

*
* *

Caracteristic epocii contemporane este, aşadar, faptul că esența monedei, natura sa intrinsecă, este simbolizată printr-o simplă bucată de hârtie, iar moneda ca monedă, nu ca marfă, este dorită şi căutată nu în sine, ci pentru ceea ce reprezintă ea, adică pentru bunurile şi serviciile care pot fi cumpărate cu ajutorul său. Şi chiar şi atunci când este păstrată un timp, aceasta se întâmplă, în mod evident, doar pentru că moneda poate fi folosită mai târziu în acelaşi scop.

Apariția şi utilizarea pe scară din ce în ce mai largă a monedei de hârtie relevă cât se poate de limpede că instrumentul de schimb prezintă şi o importantă latură convențională, mai mult sau mai puțin artificială. Dacă, dintr-un motiv oarecare, o anumită substanță (să spunem: alcoolul, tutunul — de exemplu, sub formă de țigări „Kent"[2] etc.) începe să fie utilizată ca instrument de schimb, întreaga comunitate umană respectivă, inclusiv abstinenții, nefumătorii şi toți cei care îi neagă utilitatea intrinsecă încep să îi atribuie o anumită valoare (de schimb). Atâta vreme cât celelalte bunuri şi servicii pot fi vândute şi cumpărate în schimbul substanței respective, populația consimte să servească de ea pentru efectuarea actelor sale de comerț şi — oricât de paradoxal ar suna — moneda circulă pentru că ... circulă!

Utilizarea monedei de hârtie (bilete de 1, 5, 10 ş.a.m.d. dolari, euro, lei etc.) s-a generalizat, cu excepția tranzacțiilor mărunte (în care se foloseşte moneda din metal obişnuit), în cursul ultimelor trei secole, datorită numeroaselor avantaje practice pe care acest tip de monedă le prezintă. Într-adevăr, biletele de hârtie sunt uşor de păstrat şi de transportat, iar, imprimând pe fața unui asemenea bilet cifra

---

[1] — Bancnotele sunt fabricate de „Imprimerie", iar monezile de „Monetărie". Ambele unități au statut de regii autonome, vânzând întreaga lor „producție" Băncii Naționale. Aceasta stochează semnele bănești respective într-un „fond de rezervă", din care le pune apoi în circulație în funcție de nevoile economiei.
Trebuie menționat că, în cazul României, bancnotele sunt confecționate în prezent din polimer, ceea ce face oarecum improprie denumirea de „monedă de hârtie".

[2] — Numite în comunism, în argou, „marele alb", pentru că deschideau orice uşă.

„1", urmată de mai multe sau mai puține zerouri, se poate încorpora, după necesități, o valoare mai mare sau mai mică într-un obiect ușor, puțin voluminos și care poate fi purtat cu comoditate dintr-un loc în altul. Tot așa, utilizând judicios sistemul zecimal, biletul de hârtie poate fi încadrat într-un sistem rațional de multiplii și submultiplii, iar, tipărindu-l în mod estetic și cu figuri complicate, poate fi protejat relativ eficace împotriva falsurilor și înșelăciunilor.

Faptul că persoanele particulare nu pot crea monedă de hârtie după dorință, în cantități nelimitate, le menține raritatea, adică le conferă caracterul de bun economic, nu oferit pe gratis de natură.

Datorită acestei limitări a cantității sale, moneda modernă (de hârtie sau de alt gen) are o anumită valoare — mai precis o anumită putere de a cumpăra bunuri și servicii — independentă de orice acoperire în aur sau de eventualele garanții oferite de stat.

În prezent, deținătorul și utilizatorul monedei nu știe și nici nu are interesul să știe — iar dacă ar vrea să afle, nu ar putea-o face — dacă moneda respectivă reprezintă „certificate de depozit" asupra stocului de aur al națiunii, bancnote emise de banca centrală, bilete de tezaur emise direct de guvern etc. Atâta vreme cât o categorie de monedă poate fi preschimbată pe oricare alta în raportul fix de o unitate monetară națională (dolar, liră, euro, leu etc.) pe o unitate monetară națională, orice tip de monedă este la fel de bun ca oricare altul[1].

2.3. Moneda scripturală

Moneda scripturală (de cont sau de bancă)[2] este mult mai recentă decât moneda de hârtie. Acest tip de monedă s-a generalizat în Anglia în sec. al

---

[1] — Spre deosebire de aceasta, până în anii '20-'30 ai secolului al XX-lea, preschimbarea în raportul 1/1 a unui fel de monedă pe alt fel (de exemplu, a bancnotelor pe monezi din aur sau argint, a monezilor din aur pe cele din argint – și invers etc.) era mai degrabă o excepție, decât o regulă. Ca urmare, negustorii și bancherii erau nevoiți să țină la zi lista baremurilor de conversiune, iar schimbul manual de monede – constând în vânzarea-cumpărarea cu un anumit profit a diferitelor categorii de instrumente monetare – era o adevărată profesiune.

[2] — Expresia „monedă scripturală" a fost folosită pentru prima dată de către economistul belgian L. Ansiaux; ea se justifică prin faptul că acest tip de monedă este reprezentată de înregistrările în conturile deschise la bănci.

Expresia „monedă de bancă" decurge din faptul că această monedă este creată de către toate băncile, nu numai de către „institutul de emisiune" (banca centrală).

XIX-lea, după ce, printr-o faimoasă lege (*Peel Act*), emisiunea de bancnote a Băncii Angliei a fost foarte strict reglementată. Într-adevăr, ca urmare a restricțiilor instituite prin legea amintită, conjugate cu creşterea puternică a volumului comerțului, ce a avut loc în Anglia în a doua jumătate a sec. al XIX-lea, circulația fiduciară a devenit insuficientă, iar băncile engleze au început să deschidă conturi clienților lor şi să alimenteze aceste conturi nu numai şi nu în primul rând prin depuneri efectuate de titulari, ci — din ce în ce mai mult — prin credite acordate de bănci clienților lor. A apărut astfel un nou fenomen: „creditele fac depozitele", nu „depozitele fac creditele", cum se petreceau lucrurile de secole întregi. Trebuie însă spus că aceste depozite erau în continuare convertibile oricând în bancnote.

În alte țări, circulația fiduciară a fost în epocă foarte importantă, iar marile bănci înființate în sec. al XIX-lea şi-au început activitatea prin colectarea de depozite de la public. Căci, după cum am arătat, în epoca respectivă, particularii puteau ceda băncii centrale aur contra bancnote, iar apoi puteau depune aceste bancnote la băncile comerciale (în schimbul unei anumite dobânzi). De exemplu, în România, unde primele bănci au apărut doar la sfârşitul sec. al XIX-lea şi în primele decenii ale sec. al XX-lea, moneda scripturală a dobândit o oarecare importanță practică abia în perioada interbelică[1].

Moneda scripturală (de cont sau de bancă) constă în depozitele la vedere în conturile deschise la bănci, care pot fi transferate de la un titular la altul cu ajutorul cecurilor sau altor forme de virament şi care servesc, alături de bancnote sau de monezile divizionare, la efectuarea tranzacțiilor.

Este vorba, aşadar, exclusiv despre depozitele „la vedere", căci acestea — spre deosebire de depozitele „la termen" — pot fi transferate unei alte persoane la simpla prezentare a ordinului de transfer dat de titular.

Depozitele „la vedere" sunt, aşadar, singurele depozite bancare perfect lichide, în sensul că permit efectuarea imediată a unei plăți prin una sau alta din modalitățile de plată fără numerar (incaso, acreditiv, procedeu SWIFT etc.) şi cu unul sau altul din instrumentele (cecuri, ordine de plată, dispoziții de încasare,

[1] — De fapt, în România, chiar şi la ora actuală, o bună parte a societății înțelege prin bani doar banii efectivi (numerarul), care au o formă substanțială concretă şi pe care, de aceea, preferă să îi primească în plată.

ordine de virament, carduri etc.) existente în economiile contemporane. Aceste depozite au, deci, aceleaşi însuşiri şi îndeplinesc aceleaşi funcţii ca oricare alt mijloc de plată contemporan, iar, ca urmare, se pot transforma fără nici o limită în alte forme de monedă, într-un raport fix de 1/1. Altfel spus, disponibilităţile în cont utilizabile fără previz (la vedere) pot fi şi sunt realmente considerate monedă.

În fapt, pe lângă depozitele la vedere constituite prin depuneri prealabile propriu-zise (conturi personale, conturi de cecuri, conturi pe bază de librete etc.), există şi depozite la vedere în conturile curente ale intreprinderilor, care au adesea sold debitor, nu creditor (la bancă), însă, aceasta, doar în limita unui aşa-zis „descoperit" autorizat.

După cum arată şi numele, moneda scripturală circulă prin înregistrările efectuate în conturile curente şi alte tipuri de conturi la vedere deschise la bănci şi, eventual, la alte organisme specializate în colectarea de depozite şi/sau acordarea de credite.

Contul curent este rezultatul unui contract prin care două părţi — o instituţie financiară şi un client — convin să efectueze remiteri reciproce de fonduri. Instituţia financiară care deschide şi ţine contul poate fi o bancă, o cooperativă de credit, un organism public (de exemplu, un serviciu de conturi poştale); clientul poate fi o persoană fizică sau juridică, un comerciant în sensul codului comercial, o persoană particulară etc.

Conturile amintite pot fi deschise cu ocazia constituirii unor depozite în monedă metalică (cum au procedat primele bănci), însă dezvoltarea acestei forme monetare s-a realizat mai ales pornind de la depozite constituite în monedă de hârtie. Procesul este, aşadar, similar cu cel care a dus de la metalele preţioase la bancnote: în acelaşi mod în care punerea în depozit a monedei metalice a dus la apariţia monedei de hârtie, constituirea de depozite în monedă de hârtie a dus la apariţia monedei scripturale.

Înregistrările implicate de circulaţia monedei scripturale constă în creditarea sau debitarea, după caz, a conturilor bancare ale vânzătorilor şi cumpărătorilor (creditorilor şi debitorilor şi, în general, ale încasatorilor şi plătitorilor).

După cum am arătat, moneda scripturală circulă cu ajutorul unor instrumente foarte variate, care merg de la instrumentul numit „cec" la transferurile electronice: ordine de plată, dispoziţii de încasare, ordine de

virament, carduri etc., toate acestea în formă letrică sau electronică. Aceste instrumente depind de evoluția tehnologică şi nu poate fi exclusă ipoteza că, în viitorul apropiat, când se vor răspândi calculatoarele capabile să recunoască voce umană, va apare ceea ce s-ar putea numi „moneda vocală". Aceasta nu va fi însă altceva decât un nou mijloc de circulație a monedei scripturale. Căci, toate instrumentele de plată fără numerar amintite nu sunt ele însele monedă scripturală, ci simple mijloace de punere în mişcare a acestui tip de monedă. Iar dovada irefutabilă în acest sens este faptul că, în cazul în care în conturile respective nu există disponibil (alimentat în prealabil de titular însuşi prin depuneri sau printr-un credit acordat de bancă), cecul, dispoziția de plată, cardul etc., sunt în sine lipsite de putere de plată.

În țările dezvoltate, moneda scripturală este, la ora actuală, forma monetară principală (cca. 90% din totalul plăților). Preferința pentru moneda scripturală se explică prin avantajele practice ale viramentelor, prin cultura bancară avansată a populației şi prin natura comercială şi financiară a majorității plăților care se efectuează într-o economie dezvoltată; în economiile moderne, bancnotele şi monezile se folosesc doar pentru plățile curente, în timp ce aproape toate plățile cu caracter comercial sau financiar se efectuează cu cecuri, carduri (foarte răspândite mai ales în SUA), transferuri electronice ş.a.m.d.

În România, în timpul economiei planificate, moneda scripturală a îmbrăcat forma disponibilităților existente în conturile deschise la bănci unităților socialiste. Acest tip de monedă era utilizat exclusiv în relațiile dintre unitățile socialiste, precum şi în relațiile dintre acestea şi bugetul statului, bănci etc., pentru plățile efectuate în conformitate cu prevederile planului.

În ceea ce priveşte populația, aceasta utiliza exclusiv numerarul, de unde, probabil, şi amintita reticență inerțială a acesteia față de moneda scripturală.

În prezent, băncile comerciale şi alte tipuri de instituții financiare şi de credit primesc depozite inclusiv de la populație, ceea ce face ca moneda scripturală să fie utilizată şi în România pe scară ceva mai largă (inclusiv cu ajutorul cardurilor). Ponderea monedei scripturale în totalul plăților continuă să fie mult sub standardele țărilor dezvoltate, însă, este de aşteptat ca, sub impactul integrării în UE, situația să se schimbe rapid.

*
* *

Faptul că depozitele bancare la vedere au o natură monetară autonomă, distinctă de cea a bancnotelor şi, respectiv a monezilor divizionare, impune o anumită delimitare între următoarele două categorii de monedă:

a) „monedă centrală", adică monedă emisă direct de banca centrală a statului; în economiile contemporane, această monedă, numită şi „monedă primară" (bază monetară), este reprezentată de bancnotele neconvertibile şi monezile divizionare, confecţionate din metal obişnuit, emise de banca centrală, la care se adaugă soldurile creditoare ale conturilor deschise la banca centrală pe numele băncilor comerciale;

b) „moneda de cont în sens restrâns", reprezentată de soldurile creditoare ale conturilor curente, la vedere etc., deschise la băncile comerciale pe numele agenţilor economici nebancari (intreprinderi, instituţii, populaţie etc.); cel puţin până la ora actuală, în nici o ţară din lume nu au apărut reglementări care să prevadă obligativitatea primirii în plată a acestui tip de monedă, orice titular de cont având dreptul să ceară restituirea depozitului său în monedă centrală; cu toate acestea, moneda de cont se foloseşte în practică pe scară largă, datorită marilor sale avantaje.

În aceste condiţii, tipul de monedă menţionat la punctul b) nu este un simplu înlocuitor al monedei centrale, care să circule în locul ei, ci se adaugă la aceasta, constituind, în consecinţă, o monedă veritabilă.

*
* *

Moneda de hârtie şi moneda scripturală constituie ceea ce se poate numi „moneda-simbol", adică o monedă care, spre deosebire de „moneda-marfă", nu are valoare proprie, ci îşi dobândeşte valoarea — mai precis puterea de cumpărare — din valoarea bunurilor şi serviciilor ce pot fi procurate cu ajutorul său.

Din punct de vedere ştiinţific, apariţia şi răspândirea „monedei-simbol" facilitează înţelegerea naturii monedei în general. Căci, actualmente, spre deosebire de trecutul destul de apropiat, este cât se poate de limpede că valoarea monedei nu provine din valoarea aurului din care este confecţionată

sau pe care îl reprezintă şi că „acoperirea" metalică a circulaţiei monetare fiduciare nu are nici o importanţă. Nici un economist nu mai contestă — credem — că o monedă naţională sau internaţională poate să funcţioneze foarte bine şi în absenţa oricărei legături cu aurul, cu singura condiţie ca mărimea masei monetare să fie limitată şi în concordanţă cu necesităţile economiei. De asemenea, spre deosebire de trecut, acum se vede clar că nici existenţa monedei ca atare şi nici măcar existenţa unei monede „bune" nu sunt neaparat legate de utilizarea în scopuri monetare a metalului galben. Nici un specialist nu mai împărtăşeşte astăzi concepţia populară că banii sunt „tari", dacă sunt făcuţi din aur (argint), ori măcar pot fi convertiţi în acestea, iar mulţi subliniază că, în realitate, lucrurile stau adesea exact invers[1].

Condiţia *sine qua non* a valorii monedei utilizate în prezent în lume — de hârtie, scripturală sau de alt gen — este limitarea cantităţii sale. Dacă volumul mijloacelor de plată utilizate în economiile contemporane creşte fără nici o limită, până la punctul în care acestea îşi pierd caracterul de bun economic (rar), devenind unul liber accesibil, la fel ca bunurile oferite gratis de natură, membrii colectivităţii respective pot majora la nesfârşit preţurile pe care le pretind pentru bunurile lor, salariile pe care le solicită pentru munca prestată, creanţele, datoriile şi, în general, toate mărimile economice pe care le exprimă şi realizează cu ajutorul acestor instrumente monetare. Din acest motiv, puterea constituţională de a crea monedă — cel puţin de genul celei recunoscute oficial ca atare — nu mai este nicăieri în lume acordată persoanelor sau grupurilor private, ci este rezervată peste tot statului.

---

[1] — Cu toate acestea, privit în sine, principiul „acoperirii" sau „contrapartidelor" circulaţiei monetare fiduciare constituie, oricât de arbitrară ar fi forma tehnică în care se realizează, un element de siguranţă psihologică, o „ancoră", care, chiar dacă nu rezistă unor furtuni mari, poate reprezenta un factor de stabilitate în perioade „relativ" critice.
Pe de altă parte, desfinţarea rolului de „acoperire" al stocului naţional de aur nu a înseamnat desfinţarea oricărui rol al acestuia (unele state continuă să păstreze metalul galben ca activ de rezervă internaţional, deşi aceasta ca marfă, nu ca monedă), după cum nu a însemnat nici desfinţarea principiului corelaţiei dintre masa monetară şi „contrapartidele" acesteia.

III. SISTEMELE MONETARE

Formele istorice ale monedei s-au încadrat de fiecare dată într-o anumită ordine monetară, creată de stat cu ajutorul dreptului şi menită să asigure îndeplinirea funcţiilor monetare. Noţiunea consacrată pentru desemnarea acestei ordini monetare este cea de „sistem monetar".

1. Conceptul de „sistem monetar"

Noţiunea de „sistem" evocă ideea de organizare. Termenul de „sistem monetar" s-a referit iniţial la organizarea relaţiilor monetare din interiorul unei ţări.

În acest context, prin „sistem monetar" (bănesc) se înţelege *„ansamblul normelor legale şi instituţiilor ce reglementează, organizează, respectiv supraveghează relaţiile băneşti dintr-un stat"*[1].

Principalele elemente ale unui sistem monetar naţional sunt reglementările referitoare la formele de monedă aflate la dispoziţia agenţilor economici, căile prin care acestea sunt create, modul de folosire a formelor monetare respective de către participanţii la viaţa economică etc. În esenţă, aceste elemente privesc modul de exercitare a funcţiilor monedei.

Primele sisteme monetare au fost creaţii eminamente naţionale, la fel ca şi statele care le-au instituit. Deşi, în cursul timpului, au existat numeroase

[1] — Kiriţescu C., *Moneda. Mică enciclopedie*, Ed. Enciclopedică, Bucureşti, 1982, p. 278.

BCU CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

propuneri de creare a unui sistem monetar internațional, bazat pe o monedă unică, emisă de un organism internațional, acestea nu au fost finalizate. Motivul principal este că, până în anul 1914, circulația monetară internă din principalele țări ale lumii s-a bazat pe moneda-marfă (aur, argint). Or, sistemele monetare naționale bazate pe moneda-marfă sunt în mod natural interconectate, şi anume prin însăşi substanța monetară comună pe care o folosesc (aurul, argintul). În aceste condiții, situația respectivă s-a asemănat, în foarte multe privințe, cu un sistem monetar internațional (uniune monetară), iar aceasta fără sa existe vreun tratat sau acord expres între state, care să stabilească în mod explicit reguli internaționale de conduită monetară.

Lucrurile s-au schimbat însă radical în ajunul şi în timpul celui de-al doilea război mondial, în sensul dezorganizării totale a relațiilor de plăți internaționale. Spre sfârşitul războiului, s-a văzut limpede că crearea unui veritabil sistem monetar internațional este o condiție esențială pentru reconstrucția economică a lumii postbelice. Ca urmare, la conferința monetară internațională desfăşurată în luna iulie 1944, la Bretton Woods (SUA), la care au participat reprezentanții statelor din coaliția antihitleristă, s-a decis crearea unui sistem monetar internațional, cunoscut sub denumirea de „sistemul de la Bretton Woods", sistem ce subzistă, cu unele ameliorări, până în zilele noastre, constituind esența cadrului organizatoric şi juridic mondial în care se realizează plățile internaționale.

Prin extensie, prin „sistem monetar internațional" se înțelege *„reglementarea convenită, coerentă, a raporturilor de plăți şi de lichidare a angajamentelor existente între țări, determinate de schimburile comerciale, de mişcările de capital şi de creşterea economică"*[1].

Această reglementare, împreună cu instituțiile corespunzătoare, trebuie să asigure îndeplinirea aceloraşi funcții cunoscute ale monedei, exercitate, de această dată, la nivelul relațiilor dintre țări.

În cursul timpului, regulile stabilite în legătură cu principalele elemente ale unui sistem monetar au fost formulate, în mai multe moduri, ceea ce a dat naştere mai multor sisteme monetare:

a) sistemul comercial (cu etaloane paralele);

b) sistemul bimetalist aur — argint;

c) sistemul monometalist aur-monede (*Gold Standard*);

---

[1] — Idem, p. 282.

d) sistemul etalon aur-devize (*Gold Exchange Standard*);

e) sistemul monetar internațional de la Bretton Woods;

f) sistemul monetar internațional actual (Kingston- Jamaica).

Formularea unor reguli nu este însă suficientă, deoarece acestea trebuie şi aplicate, nu numai enunțate. De aceea, unii autori fac deosebire între sistemele monetare *de jure* (sistemul monetar bimetalist aur-argint; sistemul etalon aur-devize — instituit la Conferința monetară internațională de la Genova din anul 1922; sistemul monetar internațional — creat la Conferința de la Bretton Woods din anul 1944) şi sistemele monetare *de facto* (sistemul comercial; sistemul monetar etalon-aur, sistemul monetar internațional actual), care au apărut în mod spontan, fără a exista un proiect oficial prealabil. Oricum, această diversitate în ceea ce priveşte natura sistemelor monetare învederează că ordinea monetară nu este imuabilă, ci, într-o anumită măsură, se adaptează de la sine la schimbările intervenite în economie şi în formele monetare.

În aceste condiții, cea mai bună metodă de abordare a problematicii sistemelor monetare este cea istorică. Într-adevăr, o asemenea perspectivă permite înțelegerea modului în care sistemele monetare au evoluat, trecând de la un ansamblu de reguli bazate pe folosirea monedei-marfă la actualele sisteme monetare, bazate pe moneda-simbol.

2. Sistemul comercial (cu etaloane paralele)

Ordinea monetară care a existat din antichitate şi până la începutul secolului al XIX-lea este numit de unii autori „sistem comercial" (cu etaloane paralele). Atributul „comercial" reflectă faptul că diversele monede existente în epocă circulau pe baza valorii intrinseci a metalului din care erau confecționate (moneda-marfă), nu a vreunui îndreptar legal, care să le stabilească şi să le impună o anumită valoare nominală.

Principalele trăsături ale acestui regim au fost următoarele:

a) pluralitatea autorităților care băteau monedă;

b) existența în circulație a unor monede distincte de moneda de calcul;

c) absența unei definiții stabile a monedei de calcul;

d) variabilitatea raporturilor de schimb între etaloanele monetare şi, în general, între diverse monede.

Sistemul comercial (cu etaloane paralele) a apărut ca urmare a evoluției istorice spontane a monedei şi a formelor de organizare a circulației monetare. Acest sistem avea însă serioase inconveniente, care, cu timpul, vor determina abandonarea sa. Astfel, diversitatea pieselor monetare în circulație, multe dintre ele uzate şi fără nici un fel de garanție legală în ceea ce priveşte valoarea, impunea cunoaşterea echivalenței acestora cu moneda de calcul, a cărei valoare se modifica adesea ea însăşi. Pe de altă parte, frecventele modificări intervenite în raportul de schimb între piesele de aur şi cele de argint (ca urmare a evoluției diferite a costurilor de extracție a celor două metale prețioase) şi, deci, modificările produse în valoarea monedei, determinau o instabilitate cronică a prețurilor.

Moneda, ale cărei funcții esențiale sunt uşurarea măsurării valorii mărfurilor şi, deci, facilitarea efectuării tranzacțiilor, îndeplinea aceste funcții, însă într-un mod extrem de nesatisfăcător. Ca urmare, sistemul comercial a fost înlocuit cu alte sisteme monetare mai performante.

3. Sistemul bimetalist aur–argint

Acest sistem a fost instituit în Franța în anul 1803, iar, după exemplul acesteia, şi în alte țări (Italia, Elveția, Belgia, Grecia, Spania, SUA, România — 1867 etc.). Spre deosebire de țările menționate, Anglia şi țările legate de ea au adoptat, încă în prima parte a secolului al XIX–lea, monometalismul — aur, în timp ce țările din Extremul Orient (îndeosebi China şi India) au menținut multă vreme monometalismul — argint.

Sistemul bimetalist (aur– argint) a păstrat unele caracteristici ale sistemului comercial, însă, privit în ansamblul său, a fost complet diferit de acesta din urmă. Căci, spre deosebire de sistemul comercial, care a apărut în mod spontan, sistemul bimetalist a rezultat dintr-un efort conştient depus pentru a instaura — în concordanță cu spiritul vremii — *rațiunea* în sfera monetară. Odată creat, acest sistem ar fi trebuit, teoretic, să funcționeze automat, fără intervenția puterii publice, această ajustare automată fiind însăşi expresia raționalității sale.

Filozofia economică pe care s-au bazat promotorii sistemului era, aşadar, una liberală, care, după cum se ştie, era predominantă în epocă. În conformitate cu această filozofie, statul este dator să creeze cadrul (monetar) adecvat în care să se desfăşoare activitatea economică, însă nu trebuie să participe în mod direct la această activitate.

În aceste condiţii, pe lângă unele caracteristici ale sistemului comercial, pe care le-a păstrat, sistemul bimetalist aur — argint a avut şi anumite trăsături proprii, dintre care cele mai importante sunt următoarele:

a) circulaţia legală paralelă a pieselor din aur şi argint;

b) stabilirea unui raport legal de valoare între piesele monetare din aur şi cele din argint;

c) transformarea monedei de calcul în monedă efectivă.

În practică, bimetalismul s-a confruntat şi el cu numeroase dificultăţi, provocate, în principal, de faptul că raportul de valoare stabilit prin lege între cele două metale monetare înceta, cu timpul, să mai coincidă cu raportul comercial, format pe baza preţurilor de piaţă ale aurului şi argintului. Această abatere a raportului comercial de la raportul legal de schimb dintre cele două metale declanşa de fiecare dată acţiunea unei legi numite de economişti „legea lui Gresham", determinând, până la urmă, abandonarea sistemului.

„Legea lui Gresham" — denumită aşa după numele descoperitorului său — poate fi formulată, din perspectivă actuală, după cum urmează:

„Dacă, pe un teritoriu dat, circulă concomitent două categorii de monedă, iar una din acestea este, dintr-un motiv sau altul, mai bine apreciată decât cealaltă, astfel încât raportul de conversiune a celor două categorii de monedă nu mai este de unu la unu, moneda considerată „bună" tinde să dispară din circulaţie, în timp ce moneda mai puţin apreciată, considerată „rea", rămâne singură să deservească circulaţia."[1]

[1] — Thomas Gresham s-a născut la Londra, în anul 1519, şi a fost sfetnicul lui Henry al IV şi al reginei Elisabeta I. În anul 1570 a înfiinţat bursa din Londra.
Unii autori consideră că fenomenul cunoscut sub denumirea de „legea lui Gresham" a fost descoperit, de fapt, de trei oameni, în trei ţări şi în trei epoci diferite. Astfel, legea a mai fost explicată regelui Carol al V al Spaniei de N. Erasmus şi regelui Sigisdmund I al Poloniei de N. Copernicus.

Pe scurt, *„moneda proastă alungă din circulație moneda bună"*. Explicația acestui fenomen constă în faptul că, în măsura în care își constituie rezerve monetare, agenții economici păstrează în aceste rezerve, în mod firesc, moneda care li se pare — justificat sau nu — monedă „bună"; această monedă se acumulează, deci, în rezerve, în timp ce moneda care continuă să circule este cea „rea".

Fenomenul se manifestă indiferent dacă în circulație se află două categorii de monezi metalice, din aur sau argint, ca în epoca bimetalismului, ori două monede naționale, moneda autohtonă și o monedă străină (dolar, euro), ca în zilele noastre („dolarizare", respectiv, „eurizare"). Însă, în cazul în care în circulație se află două categorii de monezi metalice, din aur și argint, apar și alte efecte secundare, care accentuează dezechilibrele. Este vorba despre ieșirea masivă din țară a monedei „bune" (în speță, din aur) și apariția unor ample operațiuni speculative, care urmăresc obținerea de profituri din diferențele dintre prețurile celor două metale prețioase pe piața internă și pe piața internațională.

Ca urmare a acțiunii „legii lui Gresham" și a efectelor acesteia, funcționarea bimetalismului în țările care l-au adoptat a fost serios subminată, ceea ce a făcut ca, până la urmă, sistemul să fie abandonat. Astfel, în anul 1865, Franța, Italia, Belgia și Elveția au încheiat o convenție prin care au înființat „Uniunea Monetară Latină", în scopul unificării sistemelor lor monetare și înlăturării dificultăților create de funcționarea necorespunzătoare a bimetalismului.

În pofida caracterului său limitat la un număr redus de țări și a eșecului proiectului respectiv, Uniunea Monetară Latină a fost prima încercare de reglementare unitară la nivel internațional a relațiilor monetare[1]. Într-adevăr, cu ocazia încheierii convenției amintite, țările participante au adoptat unele decizii care au determinat, de fapt, lichidarea bimetalismului în forma sa clasică, deoarece au echivalat, practic, cu desființarea dreptului de liberă batere a monezilor de argint și cu limitarea puterii lor liberatorii numai la plățile sub un anumit plafon.

În modul acesta, țările din Uniunea Monetară Latină au adoptat, de fapt, ceea ce în epocă s-a numit „bimetalismul șchiop" (incomplet, mixt, compozit), în sensul că numai aurul era admis ca metal din care se puteau confecționa monezi-etalon în mod nelimitat, aceste piese monetare din aur având și putere

[1] — Kiriţescu C., *Sistemul bănesc al leului şi precursorii lui*, ed. cit., p.156–162.

liberatorie nelimitată, în timp ce argintul, deşi continua să fie folosit la baterea unor monezi-etalon, aflate într-un raport fix, stabilit prin lege, cu monezile din aur, era utilizat concomitent şi la baterea altor piese monetare, care se găseau în alt raport de valoare cu aurul.

În perioada 1873–1876, Franța a adoptat şi alte măsuri de limitare a baterii monezilor din argint, care au fost extinse apoi printr-o nouă convenție, încheiată în anul 1878, la toate țările din Uniunea Monetară Latină (la care a aderat în 1868 şi Grecia). Prin măsurile respective, bimetalismul a fost practic desființat, deşi convenția care a stat la baza Uniunii Monetare Latine a fost în repetate rânduri reînnoită (în 1878, 1886, 1891 şi 1895), iar în unele țări a rămas un timp în vigoare dispoziția legală care prevedea posibilitatea convertirii bancnotelor atât în monezi din aur, cât şi în anumite tipuri de monezi din argint.

România a adoptat bimetalismul în anul 1867, cu ocazia creării primului sistem monetar național. Țara noastră nu a devenit însă niciodată membră a Uniunii Monetare Latine, la început, deoarece se afla sub suzeranitate turcească, iar ulterior pentru că această organizație a încetat să mai susțină bimetalismul, iar primirea de noi membri nu mai avea sens.

4. Sistemul monometalist aur-monede (*Gold Standard*)

În anul 1876, Franța şi — după exemplul său — celelalte țări din Uniunea Monetară Latină au abandonat semioficial bimetalismul (aur–argint) şi au adoptat monometalismul — aur.

În alte țări, în urma unor împrejurări specifice şi după peripetii diverse, monometalismul-aur fie că triumfase deja, fie că urma să fie introdus. Astfel, sistemul monometalist aur-monede a fost instaurat în Anglia încă în anul 1816, în Portugalia în 1856, Germania — 1873, țările scandinave — 1875, Finlanda — 1878, Egipt — 1885, Austro-Ungaria — 1892, Rusia şi Japonia — 1897, SUA — 1900, Canada — 1910 etc.

În România, unde, în acea epocă, se manifesta o tendință de aliniere a legislației monetare naționale la sistemul monetar francez, monometalismul-aur a fost adoptat în anul 1890.

Rezultă că, spre sfârşitul secolului al XIX–lea (după 1880), majoritatea ţărilor lumii au adoptat un sistem monetar bazat exclusiv pe aur.

Principalele trăsături ale acestui sistem, cunoscut sub denumirea de „etalon aur-monede" (*Gold Specie Standard*), sunt următoarele:

a) baterea liberă a monezilor din aur şi circulaţia lor efectivă în interiorul ţării;

b) circulaţia paralelă cu monezile din aur a monezilor divizionare, confecţionate din alte metale, precum şi a bancnotelor convertibile nelimitat în aur;

c) circulaţia liberă a aurului dintr-o ţară în alta.

Se observă că, în acest sistem, metalul galben era concomitent o monedă naţională şi o monedă internaţională, etalonul de măsură a valorii celorlalte mărfuri, precum şi un mijloc privilegiat de tezaurizare. Rolul monetar al aurului era, aşadar, la apogeu.

Modul de funcţionare a sistemului etalon-aur a fost analizat teoretic încă de economiştii clasici: D. Hume, D. Ricardo, J. Stuart Mill etc. Potrivit analizelor respective, sistemul conţine două mecanisme stabilizatoare esenţiale:

1) convertibilitatea bancnotelor — care asigură stabilitatea preţurilor interne;

2) punctele aurului (*Gold Points*) — care asigură stabilitatea cursurilor de schimb.

Ambele mecanisme funcţionau într-o situaţie ideală perfect concurenţială şi, teoretic, trebuiau să ducă automat la o serie de echilibre interne şi externe, de natură să facă inutilă şi chiar periculoasă intervenţia autorităţilor.

1) Convertibilitatea în aur a bancnotelor acţiona pe plan intern, impunând băncilor centrale o disciplină riguroasă în materie de emisiune monetară şi limitând expansiunea masei monetare şi, deci, creşterea preţurilor. Or, limitarea creşterii preţurilor contribuia, la rândul său, la formarea unui sentiment de încredere, de care depinde buna funcţionare a oricărui sistem monetar. De exemplu, în cazul în care, dintr-un motiv sau altul, cantitatea de bancnote creştea peste nevoile de mijloace de plată ale economiei, apărea o uşoară creştere a preţurilor, ceea ce ducea la deprecierea bancnotelor. Pentru a evita pierderile rezultate de aici, deţinătorii de bancnote le converteau în aur, iar, ca urmare, cantitatea de bancnote în circulaţie începea să scadă, adaptându-se la necesarul (mai mic) de mijloace de plată al economiei. Pe de altă parte,

convertirea în aur a bancnotelor făcea ca stocul de aur al băncii centrale să se reducă, determinând-o să încerce să-şi diminueze noile emisiuni de bancnote.

În mod practic, acest obiectiv se realiza prin majorarea dobânzii pretinse băncilor comerciale care solicită împrumuturi de la banca centrală (taxa de rescont), ceea ce avea ca efect reducerea volumului creditelor acordate de băncile comerciale economiei şi, deci, diminuarea creaţiei lor monetare, cu tot ceea ce implică aceasta: reducerea cheltuielilor totale efectuate de agenţii economici (reducerea cererii solvabile) şi scăderea preţurilor.

În subsidiar, scăderea preţurilor produselor autohtone făcea ca produsele respective să devină mai competitive pe pieţele externe, ducând la creşterea exporturilor şi, deci, a intrărilor de aur. În modul acesta, stocul de aur al băncii centrale creştea şi întregul ciclu putea fi reiterat.

Teoretic, ajustarea stocului de aur al băncii centrale se putea face şi prin cumpărări sau vânzări de aur pe piaţa internă, însă, în general, acest tip de operaţiuni au avut o pondere redusă, principalele cauze ale creşterii sau reducerii cantităţii de aur deţinute de băncile centrale fiind intrările şi ieşirile de aur din ţară determinate de importuri şi exporturi.

2) Punctele aurului (*Gold Points*) constituie un mecanism de ajustare care acţionează în planul relaţiilor cu exeteriorul, asigurând stabilitatea cursurilor de schimb[1]. Într-adevăr, în sistemul respectiv, aceste cursuri rezultă din raportul dintre conţinuturile metalice respective ale diverselor unităţi monetare naţionale (parităţi metalice, mai precis parităţi-aur[2]), care nu se modificau decât la perioade de timp relativ lungi şi nu se puteau abate de la parităţile metalice respective decât în limite foarte strânse, definite de aşa-zisele „puncte ale aurului" (*Gold Points*)[3].

Efectul mecanismului „punctelor ale aurului" (*Gold Points*) era faptul că cursurile monedelor naţionale erau esenţialmente fixe, nu numai în sensul că parităţile metalice nu se modificau decât la perioade de timp lungi, ci şi în sensul că cursurile de piaţă nu se îndepărtau de parităţile metalice decât într-o

---

[1] — Cursul de schimb este preţul unei monede exprimat în altă monedă.

[2] — În condiţiile monometalismului argint sau ale bimetalismului (aur-argint), paritatea poate fi de asemenea paritate-argint.

[3] — Pentru o descriere mai amplă a mecanismului „punctelor aurului", a se vedea şi lucrarea noastră: *Economie monetară şi financiară internaţională*, ed. cit., p. 26–30.

foarte mică măsură (în funcție de cheltuielile de transport al aurului, de mărimea comisioanelor bancare, a cheltuielilor de topire a lingourilor, de turnare din nou a acestora etc., care, însă, reprezentau, în general, sume modice în raport cu valoarea tranzacțiilor), în cadrul unei marje definite de „punctele aurului" (de ieşire şi de intrare), după a căror depăşire, aurul se deplasa automat dintr-o țară în alta, în direcția corespunzătoare.

În modul acesta, în condițiile etalonului-aur, toate țările în care era instituit acest sistem erau dotate cu cursuri de schimb valutar eminamente stabile, formate în mod spontan pe baza conținutului în aur a diverselor monede naționale şi a parităților-aur rezultate de aici şi oscilând în jurul acestor parități în limitele foarte strânse reprezentate de „punctele aurului".

Cele două genuri de mecanisme stabilizatoare — convertibilitatea bancnotelor şi punctele aurului — aveau şi alte importante efecte, şi anume:

a) Adaptarea producției totale de aur a lumii la nevoile mondiale: ieşirea aurului din unele țări şi, deci, insuficiența sa, sunt de natură să provoace scăderea prețului bunurilor şi serviciilor; ca urmare, creşte puterea de cumpărare a aurului şi, deci, este stimulată producția sa;

b) Repartizarea automată a aurului între națiunile lumii: intrările de aur într-o anumită țară determină creşterea cantității acestuia şi, ca urmare, creşterea prețurilor; în consecință, produsele autohtone devin mai scumpe pentru străinătate, ceea ce duce la apariția unui deficit al balanței de plăți externe şi, deci, la ieşirea de aur; procesul continuă până în momentul în care nivelul prețurilor şi al ratei dobânzii din diverse țări se egalizează;

c) Egalizarea prețurilor mondiale, exprimate în aur: amintitele modificări ale prețurilor, provocate de mişcările de aur dintre țări, tind să elimine diferențele dintre prețurile formate în diverse țări, ceea ce determină, la rândul său, atenuarea diferențelor dintre costurile naționale şi, deci, a diferențelor dintre productivitatea muncii din diferite țări; se realizează, astfel, în mod concomitent, atât echilibrul extern al diverselor economii naționale, cât şi echilibrul global al economiei mondiale, singura cerință în acest sens fiind ca prețurile să ajungă la nivelul adecvat, cerință care este îndeplinită de la sine mai devreme sau mai târziu.

Criticile aduse, în cursul timpului, sistemului etalon-aur au avut în vedere, pe de o parte, legăturile dintre diverse elemente ale procesului de ajustare internă şi externă a economiilor naționale şi, deci, consistența logică a

descrierilor aferente, iar pe de altă parte, existența în realitate a condițiilor presupuse în analizele respective.

Astfel, în ceea ce privește primul aspect, criticile au evidențiat faptul că unele legături autoreglatoare, de tipul celor evidențiate de analiza teoretică a sistemului, fie nu există, fie au o intensitate redusă (legăturile dintre variațiile stocului de aur, pe de o parte și evoluția nivelului general al prețurilor etc.). Din acest punct de vedere, criticile se înscriu, așadar, în contestarea generală a teoriei cantitative clasice, care constituie suportul doctrinar al descrierilor teoretice tradiționale ale modului de funcționare a sistemului etalon aur-monede.

Criticile referitoare la condițiile de funcționare au evidențiat fie dezavantajele sistemului pentru diverse țări, fie faptul că aceste condiții nu pot fi îndeplinite.

Într-adevăr, modalitățile de ajustare prezentate mai sus constă, de fapt, în crearea unei situații de dezinflație, ceea ce are dezavantajul major că provoacă șomaj și împiedică dezvoltarea economică. În plus, din punct de vedere istoric, etalonul-aur a favorizat economia industrială dominantă în epocă, și anume economia engleză: el a constrâns țările care importau produse industriale din Anglia și care, datorită producției lor preponderent agricole, nu puteau să-și acopere importurile prin exporturi, rămânând, deci, debitoare față de Anglia, să ducă o politică de scădere a prețurilor (dezinflație), de care a beneficiat economia engleză pentru importurile sale de materii prime din țările respective.

În al doilea rând, sistemul presupune existența unei serii întregi de condiții, care nici ele nu au fost niciodată îndeplinite:

a) caracterul perfect concurențial al piețelor naționale și al pieței internaționale;

b) pasivitatea băncilor centrale, care nu încearcă în nici un mod să anuleze fluctuațiile masei monetare provocate de ciclul economic sau de factorii externi;

c) libertatea totală a transferurilor de capitaluri dintr-o țară în alta etc.

Adevărul este că, prin stabilitatea durabilă a prețurilor pe care a creat-o, sistemul etalon-aur a facilitat dezvoltarea economică a țărilor care l-au adoptat la sfârșitul secolului al XIX–lea.

Triumful deplin al sistemului monetar etalon-aur a fost însă de scurtă durată, căci, odată cu izbucnirea, în anul 1914, a primului război mondial, unele din principiile sale esențiale au încetat să mai fie aplicate.

Astfel, pentru a face față cheltuielilor implicate de război, statele beligerante aveau nevoie de resurse considerabile, pe care nu le puteau procura în totalitate prin impozite şi împrumuturi publice. Guvernele trebuiau, deci, să recurgă la împrumuturi de la băncile centrale, însă, acestea din urmă, obligate fiind prin lege să asigure convertibilitatea în aur a bancnotelor emise, nu puteau crea întreaga cantitate de monedă necesară pentru acoperirea cheltuielilor statelor. Ca urmare, în majoritatea țărilor, s-au adoptat legi prin care bancnotele au fost înzestrate cu un curs forțat, iar banca centrală a fost scutită de obligația de a asigura convertibilitatea în aur a bancnotelor emise. În modul acesta, legătura tradițională dintre bancnote şi aur a fost desființată, iar cele două tipuri de monedă (din aur şi din hârtie) au devenit separate şi supuse unor evaluări distincte, ceea ce a declanşat acțiunea legii lui Gresham.

Desigur, moneda cea mai bine apreciată a fost moneda din aur şi, în consecință, aceasta a fost cea tezaurizată pe scară largă. Totuşi, guvernele au lansat ample campanii împotriva acestui fenomen şi, făcând apel la patriotismul cetățenilor, au reuşit să îi determine pe mulți dintre aceştia să aducă o cantitate apreciabilă de aur la casieriile publice şi să-l preschimbe pe bilete de hârtie. În modul acesta, guvernele au reuşit, treptat, să retragă suficient aur din circulație, ceea ce a creat o situație asemănătoare cu cea de astăzi, în sensul că piesele de aur care se mai aflau încă asupra populației au încetat să mai fie utilizate în tranzacțiile curente, fiind înlocuite cu bilete de hârtie şi cu viramente între conturile bancare.

Cu toate acestea, pentru moment, aurul nu şi-a pierdut toate funcțiile monetare. Căci, deşi a încetat să mai deservească circulația activă, metalul galben a continuat să fie utilizat pe scară largă de către populație ca mijloc de rezervă. De asemenea, aurul a continuat să îndeplinească funcția de mijloc de plată internațional: în cazul în care nu reuşeau să obțină credite externe suficiente, guvernele exportau aur pentru a-şi finanța deficitele balanțelor lor de plăți cu străinătatea, ceea ce a făcut ca, încă din perioada respectivă, o mare parte din aurul lumii să se concentreze în SUA.

Desființarea legăturii dintre bancnote şi aur a permis băncilor centrale să majoreze volumul creditelor acordate statelor, însă bancnotele emise în modul acesta au fost utilizate de guverne pentru efectuarea cheltuielilor militare, ceea ce a determinat o creştere însemnată a cererii solvabile interne. Conjugată cu

scăderea producției provocată de război, această creştere a cererii solvabile a dus la creşterea generală a prețurilor şi, deci, la o inflație de mari proporții.

Şi din punct de vedere al relațiilor cu exteriorul, disciplina impusă de convertibilitatea integrală în aur a bancnotelor şi de mecanismul punctelor aurului a început să fie erodată, chiar şi înainte de abandonarea *de facto* a sistemului etalon-aur, care, după cum am mai menționat, s-a produs în condițiile declanşării primului război mondial.

Principalul factor de disoluție care a acționat în planul relațiilor internaționale a fost înlocuirea aurului în tranzacțiile internaționale şi în rezervele băncilor centrale cu aşa-zisele „monede de rezervă" sau „monede forte", cum s-au numit în epocă.

„Monedele de rezervă" (forte) erau, de fapt, monedele unor țări puternice din punct de vedere economic şi financiar (Anglia şi, într-o măsură mai mică, Franța), ale căror balanțe de plăți curente (soldul importurilor de bunuri şi servicii) erau cronic deficitare. Monedele respective, mai precis devizele libelate în lire sterline sau franci francezi (trate, bilete la ordin, cecuri etc.), ajunse prin plata importurilor Angliei şi Franței în posesia unor deținători din alte țări, erau însă admise, datorită încrederii de care se bucurau, în plățile dintre țările terțe. Ca urmare, băncile centrale din alte țări (România, Polonia, Cehoslovacia, Jugoslavia, Ungaria etc.) au început să dețină în rezervele lor, pe lângă aur, lire sterline şi franci francezi. De asemenea, deoarece utilizarea în plățile internaționale a bancnotelor, reprezentând lire sterline sau franci francezi, respectiv a devizelor libelate în lire sau franci, era, în general, mai avantajoasă din punct de vedere practic decât utilizarea în acelaşi scop a aurului, monedele (devizele) respective au început să fie deținute în portofoliile lor de nerezidenții țărilor emitente. În modul acesta, sistemul etalon-aur a devenit, de fapt, un sistem etalon-liră sterlină.

Faptul că pe baza aceleiaşi cantități de aur erau emise bancnote de mai multe ori (odată în Anglia şi Franța, iar apoi în țările care dețineau în rezerva băncii lor centrale lire şi franci) a făcut ca între cantitatea de bancnote emise în lume, pe de o parte, şi cantitatea de aur a lumii, pe de altă parte, să apară un mare ecart, care, dacă ar fi fost cunoscut de marele public, ar fi dus, probabil, la pierderea încrederii în sistem şi, deci, la năruirea sa încă de pe atunci.

În epocă, evenimentul însă nu s-a produs, dar aceasta nu pentru ca nu ar fi fost întrunite condițiile necesare, ci pur si simplu pentru că nu existau statistici

ale agregatelor monetare şi ale balanţelor de plăţi şi nici posturi de televiziune care să mediatizeze fenomenul.

Începând cu anul 1914, finanţarea cheltuielilor de război prin credite imense acordate de băncile centrale guvernelor statelor beligerante a determinat amplificarea şi mai mult a acestui ecart si desfiinţarea, de fapt, a convertibilităţii în aur a monedelor lumii. Inflaţia a erodat, însă, în mod diferit, puterea de cumpărare internă a diverselor monede naţionale, iar, ca urmare, cursurile de schimb ale acestora, formate pe pieţele internaţionale, au înregistrat ample oscilaţii, de natură să împiedice comerţul dintre ţările lumii şi totodată să genereze importante operaţiuni speculative. Cum, la acea dată, guvernele nu exercitau încă nici un control asupra acestor cursuri, în primii ani de pace, a fost necesară restabilirea unei anumite legături între bancnote şi aur.

5. Sistemul etalon aur-devize (*Gold Exchange Standard*)

După terminarea războiului, majoritatea ţărilor au încercat să stopeze inflaţia prin restabilirea legăturii dintre bancnote şi aur şi, în general, prin reinstaurarea principiilor sistemului etalon-aur. Într-adevăr, spre sfârşitul anilor '20, situaţia economică a ţărilor europene a început să se îmbunătăţească, iar guvernele au încetat să mai facă apel la împrumuturi de la băncile centrale pentru a acoperi cheltuielile bugetare, ceea ce a dus la încetarea creşterii artificiale a cererii solvabile interne. Totodată, întoarcerea la lucru a muncitorilor şi a ţăranilor demobilizaţi, reconstruirea fabricilor şi uzinelor etc., au determinat creşterea producţiei şi restabilirea treptată a concordanţei dintre cerere şi ofertă. Toate acestea au dus la încetarea creşterii inflaţioniste a preţurilor, la sporirea exporturilor şi reducerea importurilor, la diminuarea ieşirilor de capital şi la echilibrarea treptată a balanţelor de plăţi.

În aceste condiţii, în anul 1925, Anglia a restabilit convertibilitatea în aur a monedei sale, fără a devaloriza însă lira sterlină în concordanţă cu deprecierea suferită de aceasta în timpul războiului. Or, dată fiind reducerea drastică a stocului de aur al Băncii Angliei, măsura respectivă ar fi implicat, conform regulilor de emisiune ale etalonului-aur, reducerea considerabilă a masei monetare interne (dezinflaţie) şi, implicit, reducerea masei mijloacelor de plată

internaționale (reprezentate în mod preponderent de moneda engleză, în condițiile în care, după cum am arătat, sistemul etalon-aur se transformase deja, *de facto*, într-un sistem etalon-liră sterlină), ceea ce nici economia engleză şi nici economia mondială nu puteau suporta. Ca urmare, până la urmă, Anglia a fost nevoită să devalorizeze lira sterlină (1931), ceea ce, în pofida diverselor măsuri de stabilizare luate cu această ocazie, a perturbat grav plățile internaționale.

Autoritățile franceze, mai realiste, au procedat mai întâi la o devalorizare a francului, iar apoi la restabilirea convertibilității în aur a acestuia (1931). Deşi această convertibilitate a fost serios amputată, în sensul că era permisă numai pentru sume foarte mari — prevedere care a transformat sistemul etalon aur-monede în ceea ce, în epocă, s-a numit „sistemul etalon aur-lingouri" (*Gold Bullion Standard*) —, principiul respectiv nu a putut fi menținut. Din aceleaşi cauze, Franța a cunoscut, în perioada interbelică, o cascadă de devalorizări (1936, 1937, 1939), care au făcut ca, în epocă, francul să fie o monedă instabilă.

Paralel cu aceste eforturi depuse pe plan intern, țările europene au încercat să realizeze o anumită cooperare monetară internațională prin adaptarea unui set de principii monetare comune. Aceste principii, formulate la Conferința monetară internațională de la Genova, din anul 1922, vizau, în esență, oficializarea practicii, deja existente, de folosire a monedelor naționale convertibile în aur (în principal a lirei sterline) ca monede de rezervă internaționale[1].

În modul aceasta, au fost puse bazele unui nou sistem monetar, cunoscut sub denumirea de „etalon aur-devize" (*Gold Exchange Standard*), care, deşi a rămas eminamente național, a fost adoptat treptat de toate țările europene în forme asemănătoare, ceea ce, din punct de vedere funcțional, a însemnat un pas important în direcția uniformizării mecanismelor monetare.

În România, acest sistem a fost introdus cu ocazia stabilizării monetare din anul 1929 (combinat cu „sistemul etalon aur-lingouri" — *Gold Bullion Standard*).

Principalele trăsături ale sistemului monetar etalon aur-devize sunt următoarele:

a) definirea monedei naționale prin raportarea la o cantitate convențională de aur sau la o altă monedă (mai puternică), convertibilă ea însăşi în aur;

---

[1] — Această practică a apărut încă la sfârşitul secolului al XIX-lea în China şi în unele țări din America de Sud.

b) retragerea aurului din circulația monetară internă, care rămâne astfel să fie deservită exclusiv de bancnote, monezi divizionare (confecționate din metal obișnuit), monedă de cont etc.;

c) convertibilitatea bancnotelor — la alegerea băncii centrale emitente — în aur sau valute-aur, respectiv în devize-aur, adică în mijloace de plată ale altor țări, în care moneda națională este convertibilă în aur; această convertire a bancnotelor se face la un curs oficial fix; în practică, majoritatea băncilor centrale au optat pentru a doua posibilitate;

d) constituirea rezervei de mijloace de plată internaționale în aur, valute-aur și devize-aur, numite, de aceea, valute sau devize „de rezervă" (forte), precum și, eventual, în alte active; ca urmare, a apărut o deosebire între monedele diverselor țări: unele au devenit „monede de rezervă" (forte), iar altele nu; cu alte cuvinte, unele monede naționale (lira sterlină, francul francez, iar apoi dolarul american) au devenit monede internaționale, în timp ce alte monede naționale (de exemplu, leul românesc) au rămas doar de importanță locală;

e) transferabilitatea liberă sau cu anumite restricții a capitalurilor bănești dintr-o țară în alta.

Sistemul etalon aur-devize s-a caracterizat, așadar, în esență, prin excluderea aurului din circulația monetară internă și prin existența unei legături indirecte între bancnote și aur: deținătorii de bancnote nu mai puteau cere în schimbul acestora aur băncii centrale, însă puteau obține de la institutul de emisiune sau de pe piață valute sau devize convertibile în aur.

Funcționarea sistemului etalon aur-devize a fost studiată din punct de vedere teoretic de unii economiști importanți ai epocii (G. Cassel, J. M. Keynes), care au evidențiat avantajele acestuia:

a) suplinirea lipsei de aur, resimțită atât la nivelul multor țări, cât și la nivelul economiei mondiale în ansamblu; de aici, posibilitatea restabilirii convertibilității bancnotelor, fără a recurge în acest scop la procedeul dureros al dezinflației;

b) elasticizarea disciplinei excesive impuse emisiunii monetare de regulile etalonului aur-monede; această nouă disciplină, mai laxă, a permis intervenția statului în economie, fenomen care, în epocă, începuse deja să se manifeste destul de frecvent;

c) concentrarea aurului şi, deci, a bazei creditului internaţional pe câteva mari pieţe, de unde posibilitatea creării unui mecanism de decontare la scară mondială, bazat pe un sistem de *clearing* multilateral.

În practică, sistemul etalon aur-devize s-a confruntat cu o serie de dificultăţi, provocate, în principal, de faptul că a permis multiplicarea abuzivă a creditului şi a masei monetare globale. De asemenea, aplicarea principiilor acestui sistem a provocat perturbarea unor importante mecanisme autoreglatoare, ceea ce, conjugat cu evoluţiile înregistrate în perioada 1920–1936 în volumul, structura şi orientarea fluxurilor financiare mondiale, au făcut ca funcţionarea efectivă a sistemului etalon aur-devize să se deosebească radical nu numai faţă de etalonul-aur de dinainte de primul război mondial, ci şi schema teoretică imaginată la Conferinţa de la Genova.

Astfel, conform principiilor sistemului etalon aur-devize, cursurile de schimb valutar erau, în continuare, cursuri fixe, formate pe baza paritãţilor metalice şi reglate automat de mecanismul punctelor aurului, la fel ca în sistemul etalon aur-monede din perioada antebelică. Însă, din cauza dispariţiei aurului din circulaţia monetară internă, mecanismul punctelor aurului acţiona acum la nivelul băncii centrale, nu al importatorilor şi exportatorilor individuali. Ca urmare, pentru a menţine cursul monedei naţionale în limitele punctelor aurului şi a nu pierde, deci, aur, banca centrală a unei ţări aflate în acest regim trebuia să dispună de o rezervă valutară suficientă, pe care o constituia cumpărând de pe piaţă valute şi devize „de rezervă" (forte), pe care le plătea cu propria sa monedă naţională. Or, procedând în modul acesta, banca centrală provoca, în interiorul ţării respective, creşterea masei monetare, amplificarea volumului creditului, sporirea cererii solvabile şi, deci, creşterea preţurilor (inflaţie).

Achiziţionarea de valute şi devize „de rezervă" (forte) nu însemna, însă, un transfer real de resurse de la ţările emitente la cele deţinătoare, căci, cel mai adesea, acestea din urmă îşi plasau rezerva valutară sub formă de depozite în cont la băncile din ţările emitente. Ca urmare, depozitele (la vedere) existente în sistemele bancare ale ţărilor emitente de valute şi devize „de rezervă" (îndeosebi Anglia şi SUA), pe baza cărora sistemele bancare respective creau moneda în care se constituiau rezervele valutare ale celorlalte ţări, nu se diminuau ca volum, ci îşi schimbau doar deţinătorul: în loc ca titularul acestor depozite să fie un client din ţara emitentă, titular era banca centrală a unei alte

țări. În consecință, deşi masa monetară din circulația internă a țării cumpărătoare de valute şi devize „de rezervă" creştea, masa monetară din țara emitentă nu se reducea, ceea ce a amplificat şi mai mult inflația.

În principiu, ambele categorii de țări (emitente şi deținătoare de monede „de rezervă") pot adopta diverse măsuri de limitare a creşterii masei monetare, însă aplicarea unei asemenea politici monetare restrictive necesită o anumită cooperare internațională, care, în epocă, nu s-a produs neapărat. Dimpotrivă, în condițiile economice, sociale şi politice existente pe plan internațional între cele două războaie mondiale, într-o serie de țări, inflația a scăpat de sub control (de exemplu, în Germania, în perioada cunoscută sub denumirea de „Republica de la Weimar").

Deficiențele arătate ale mecanismului creației monetare interne s-au conjugat cu efectele schimbărilor produse în perioada interbelică în volumul, structura şi orientarea fluxurilor financiare internaționale. În esență, aceste schimbări au fost determinate de doi factori:

1) dispariția monopolului Londrei, ca centru financiar al lumii;

2) marea criza economică din 1929–1933.

1) Ca urmare a dezvoltării economice a SUA, pe lângă centrele financiare mondiale vechi (Londra şi Paris), a apărut un nou centru financiar mondial (New York), ceea ce a dus la intensificarea concurenței între centrele financiare respective şi, deci, la creşterea volumului lichidității internaționale.

Astfel, concurența dintre Londra şi New York a provocat creşterea creditelor pe termen scurt şi pe termen lung acordate de băncile engleze şi americane, ceea ce a determinat apariția unor importante lichidități speculative. Însă, în condițiile în care Anglia nu mai era singura putere industrială a lumii, această țară a început să acumuleze o importantă datorie externă, ceea ce a subminat încrederea în lira sterlină ca monedă „de rezervă". Pentru a stopa acest fenomen, Anglia a adoptat, în 1925, amintita măsură de restabilire a convertibilității în aur a lirei sterline, în conformitate cu principiile sistemului etalon aur-monede de dinainte de război. Însă, după cum am arătat, măsura respectivă a implicat o politică monetară dezinflaționistă, care a provocat stagnare economica.

La rândul său, concurența dintre Londra şi Paris s-a accentuat mai ales după relativa stabilizare a francului din perioada 1926–1928 (francul Poincaré), când Parisul a devenit principalul centru mondial al comerțului cu aur. În

condițiile favorabile create de acest fenomen şi pentru a asigura, în sfârşit, convertibilitatea în aur a francului (devalorizat în mai multe rânduri), Franța a decis să convertească în aur lirele sterline pe care le deținea şi să nu mai accepte decât aur pentru creanțele sale externe. Or, în modul acesta Franța a contribuit şi ea la dezorganizarea sistemului etalon aur-devize şi la creşterea neîncrederii în acesta.

2) Marea criză economică din 1929–1933 a provocat, la rândul său, importante dezechilibre ale pieților de bunuri şi servicii, recesiune, şomaj, puternice şi persistente presiuni inflaționiste, blocarea pieților financiare, dezechilibre ale balanțelor de plăți etc. Toate acestea au făcut imposibilă nu numai restabilirea mecanismelor autoreglatoare ale etalonului-aur, cu regimul său valutar foarte asemănător cu cel al unei uniuni monetare internaționale, ci chiar şi respectarea regulilor mai puțin drastice ale etalonului aur-devize.

În aceste condiții, sistemul etalon aur-devize, în varianta sa inițială de „etalon aur-liră sterlină", a încetat să mai funcționeze; la rândul său, încercarea Franței de a crea o anumită solidaritate între unele țări europene participante la ceea ce în epocă s-a numit „blocul aurului" a eşuat şi aceasta destul de rapid. Confruntate cu dificultățile generate de criza economică şi monetară şi de atmosfera politică internațională ostilă, creată de ascensiunea totalitarismelor de dreapta şi de stânga, statele lumii au încercat să se apere nu prin noi acorduri între ele, ci fiecare pe cont propriu, prin devalorizări repetate ale monedelor internaționale şi prin limitarea convertibilității acestora nu numai în aur, ci şi una în alta (interconvertibilitate).

Astfel, în majoritatea țărilor a fost introdus controlul valutar al statului, regim al cărui efect a fost interzicerea deținerii de mijloace de plată străine de către rezidenți şi desființarea posibilității acestora de a converti liber moneda lor națională în moneda altui stat[1]. În măsura în care, prin excepție, operațiunea

[1] — În România, de exemplu, primele forme de control valutar au fost introduse în anul 1932. Acest regim valutar restrictiv s-a menținut aproape intact în toată perioada războiului şi apoi în timpul regimului comunist, fiind atenuat doar în a doua jumătate a anilor 1990, când au fost liberalizate operațiunile de schimb valutar aferente tranzacțiilor curente cu străinătatea (aşa-zisa „convertibilitate de cont curent"). Liberalizarea completă a mişcărilor de capital s-a finalizat în anul 2006. Prin măsurile amintite, după 72 de ani de la introducerea sa, controlul valutar a fost practic desființat.
În România, regimul valutar liberal actual nu a mai existat, aşadar, de mai bine de două generații.

mai era permisă, aceasta se realiza într-o manieră strict controlată de autorități și doar față de monedele care păreau să îndeplinească relativ satisfăcător funcția de mijloc de rezervă internațional, deoarece se dovedeau ceva mai stabile în raport cu aurul. Însă, spre deosebire de trecut, în această funcție de mijloc de rezervă internațional s-a impus rapid nu o monedă europeană, ci dolarul american, care, după devalorizarea sa din 1934 — intervenită în contextul „New Deal"-ului promovat de președintele Roosevelt — și-a regăsit rapid stabilitatea.

În aceste condiții, în anii '30, au apărut ceea ce în epocă s-au numit „zonele" sau „blocurile monetare". *O „zonă monetară" (bloc monetar) este un grup de țări, de regulă dominate economic de una din ele, în cadrul căruia monedele sunt convertibile una în alta la cursuri de schimb fixe, mișcările de capitaluri sunt libere, iar rezervele valutare (formate din aur și valute și devize convertibile în aur) sunt administrate în comun.*

Astfel, în 1931, după devalorizarea lirei sterline a apărut „zona lirei sterline"; de asemenea, s-a constituit „zona francului" și „zona dolarului".

Conceptul de „zonă monetară" va fi reluat, după cel de-al doilea război mondial, ca variantă a reconstrucției monetare europene, însă fără succes. Acest concept va dobândi însă o nouă semnificație teoretică și practică, deosebit de fertilă, în contextul procesului unificării monetare europene, relansat la începutul anilor '90.

6. Sistemul monetar internațional de la Bretton Woods

Primul sistem monetar internațional propriu-zis a fost creat prin acordurile convenite la Conferința monetară internațională care a avut loc în anul 1944, în localitatea Bretton Woods (SUA). La această conferință, la care au participat reprezentanții principalelor state din coaliția antihitleristă[1], s-au luat în discuție

[1] — Cu excepția URSS și Chinei, care deși au participat la negocieri, nu au semnat documentele finale, precum și a celorlalte țări comuniste, dintre care unele au semnat tratatul, dar ulterior, în condițiile războiului rece, s-au retras (Polonia și Cehoslovacia).
În schimb, au aderat la sistem unele state învinse în cel de-al doilea război mondial, dintre care cazul cel mai remarcabil este cel al RFG și al Japoniei, precum și majoritatea țărilor din lumea a treia.

două proiecte importante de reconstrucție monetară postbelică (planul White și planul Keynes), ambele bazate pe o concepție economică liberală.

Planul american (planul White[1]) prevedea crearea lichidităților internaționale prin constituirea reciprocă de depozite (monedă scripturală) la băncile din țările membre (în principal la băncile americane), precum și recursul limitat, proporțional cu mărimea contribuției, la un fond de stabilizare comun, format prin aportul statelor participante. Ceea ce se urmărea în acest mod era eliminarea restricțiilor cu privire la deținerea de monede străine existente în diverse țări (atenuarea controlului valutar), facilitarea schimburilor internaționale și ajustarea balanțelor de plăți.

Planul englez (planul Keynes[2]) se baza pe premisa că mecanismele stabilizatoare ale economiei au eficacitate redusă și că este necesară, în primul rând, menținerea ocupării depline a forței de muncă în interiorul țărilor participante și, numai în al doilea rând, asigurarea echilibrului balanțelor lor de plăți cu exteriorul. Potrivit acestei concepții, urma să fie creată o bancă mondială unică, la care să fie transferată întreaga cantitate de aur deținută de băncile centrale ale țărilor participante; această bancă ar fi emis o monedă unică (*bancor*), prin acordarea de credite în moneda respectivă țărilor membre.

Emisiunea monetară la nivel mondial, menită să alimenteze țările membre cu mijloace de plată necesare pentru efectuarea tranzacțiilor lor externe, s-ar fi realizat, așadar, nu pe baza aurului, ci prin credite acordate proporțional cu volumul comerțului exterior, adică printr-un mecanism similar cu cel prin care, pe plan intern, banca centrală a unui stat emite moneda națională.

Moneda internațională creată și difuzată în acest mod urma să fie folosită pentru decontarea multilaterală a schimburilor internaționale în cadrul unui sistem de clearing multilateral (Uniunea Internațională de Compensație), administrat în comun de țările participante.

În final, a fost adoptat planul american, cu unele corecții menite să satisfacă exigențele britanice. Planul englez a fost respins nu numai datorită poziției proeminente a SUA în cadrul negocierilor, ci și pentru că, bazându-se pe

---

România a devenit membră a sistemului din 1972, însă, în a doua parte a anilor 1980, a înghețat complet relațiile cu acesta. Reactivarea apartenenței țării noastre la sistem s-a produs abia după 1989.

[1] — H.B. White era în perioada aceea secretarul Trezoreriei SUA (ministru de finanțe).

[2] — Marele economist J. M. Keynes a fost șeful delegației britanice la Conferința de la Bretton Woods.

emisiunea monetară realizată prin creditele acordate de o instituție internațională, părea susceptibil să provoace declanşarea unei inflații la scară mondială.

De fapt, se poate spune că planul englez corespundea intereselor națiunilor debitoare, cum devenise Anglia la sfârşitul celui de-al doilea război mondial, în timp ce planul american a corespuns intereselor națiunilor creditoare, în special ale SUA, care, între timp, deveniseră cel mai mare creditor al lumii.

Caracteristicile sistemului monetar internațional postbelic au rezultat atât din acordul multilateral de bază semnat la Bretton Woods, cât şi dintr-o serie de decizii naționale ulterioare, precum şi din reluarea unor practici monetare caracteristice sistemului etalon aur-devize din perioada interbelică.

6.1. Caracteristicile sistemului de la Bretton Woods

Principalele trăsături ale sistemului monetar internațional creat la Bretton Woods au fost următoarele:

a) Definirea monedelor naționale prin raportarea la aur sau la dolarul american, definit el însuşi în aur; conform acestei reguli, fiecare stat membru îşi defineşte moneda națională prin raportarea la o cantitate convențională de aur, considerat ca denominator comun, ori prin referire la dolarul american, cu conținutul său metalic existent la acea dată (0,888671 g sau 1 uncie de aur = 34,92 dolari); referirea la dolar nu era, aşadar, decât o manieră indirectă de raportare la aur, care rămânea singurul mijloc de plată internațional incontestabil (moneda internațională de ultimă instanță);

b) fixitatea, dar ajustabilitatea cursurilor de schimb, ceea ce presupune:

- calcularea cursurilor de schimb oficiale pe baza parităților metalice (conținuturilor în aur) şi menținerea acestor parități şi cursuri nemodificate o perioadă de timp îndelungată;
- menținerea cursurilor de schimb formate pe piață în limite de variație strânse în jurul cursurilor oficiale: ±1%;
- revizuirea cursurilor oficiale (parităților metalice) prin devalorizări sau revalorizări efectuate prin proceduri prestabilite, şi anume:

— până la 10%, cu singura condiție de a notifica măsura respectivă conducerii FMI;
— peste 10%, cu condiția ca măsura să fie impusă de un dezechilibru fundamental al balanței de plăți, care nu poate fi eliminat pe altă cale;
— unicitatea cursurilor de schimb (atât pentru tranzacții curente, cât şi pentru cele de capital, atât pentru rezidenți, cât şi pentru nerezidenți, etc.)

c) Libera convertibilitate a monedelor, concretizată prin următoarele reguli:
— fiecare stat participant se obligă să răscumpere propria sa monedă deținută de un alt stat membru, cedând în schimb fie moneda statului deținător, fie aur;
— angajamentul de conversiune menționat mai sus este valabil numai în măsura în care priveşte plățile curente, nu şi mişcările de capitaluri (aşa-zisa „convertibilitate de cont curent");
— mişcările de capitaluri pot fi limitate de statele interesate, inclusiv prin interzicerea convertibilității pentru acest tip de tranzacții (control valutar).

În materie de convertibilitate, au intervenit, ulterior, unele decizii naționale importante, care au modificat sensibil conținutul acestui concept, iar aceasta atât în raport cu sensul său tradițional, cât şi cu prevederile inițiale ale acordului de la Bretton Woods.

Astfel, încă înainte ca noul sistem să intre în vigoare, SUA — care de mai mult timp primea orice cantitate de aur oferită de celelalte țări, furnizând în schimb acestora din urmă dolarii de care aveau nevoie, şi anume la amintitul curs de 35 dolari uncia, rezultat din definiția oficială în aur a dolarului (0,888671 g) — au anunțat că sunt dispuse să şi ofere aur în schimbul dolarilor deținuți de o bancă centrală a altui stat, şi anume la acelaşi curs de 35 de dolari uncia. În acest mod, SUA au restabilit *convertibilitatea externă în aur a dolarului* (nu însă şi *convertibilitatea internă*).

În ceea ce priveşte celelalte țări participante, cele dezvoltate (țările vest-europene) au asigurat convertibilitatea monedelor lor nu în aur, ci una în alta şi, desigur, în dolarul american (*interconvertibilitate*). Dar, chiar şi această formă modificată de convertibilitate a fost introdusă de țările respective abia în anul 1958, după încheierea, inclusiv cu ajutor american (Planul Marshall), a

procesului de reconstrucție economică postbelică. De fapt, multe țări membre se află şi în prezent în regim de tranziție, în sensul că monedele lor sunt *neconvertibile* (țările respective impun restricții la schimbul valutar).

Rezultă că, prin deciziile ulterioare amintite, s-a realizat, de fapt, o convertibilitate diferențiată, şi anume:

— pentru dolarul american: *convertibilitate externă* (nu pentru rezidenții SUA) şi *oficială* (numai pentru băncile centrale ale statelor participante) în aur;
— pentru principalele monede europene: *interconvertibilitate.*

În aceste condiții, se poate spune că sistemul monetar internațional creat în anul 1944 la Bretton Woods s-a caracterizat, în esență, prin *cursuri fixe, dar ajustabile.*

Acordurile amintite au creat şi două noi instituții menite să gestioneze şi să sprijine funcționarea noului sistem:

— Fondul Monetar Internațional (FMI) cu sediul la Washington, care este un organism interguvernamental cu rol de consultare şi coordonare în domeniul monetar. De asemenea, FMI acordă statelor membre diverse genuri de credite pe termen scurt şi mediu (3 — 5 ani);
— Banca Internațională pentru Reconstrucție şi Dezvoltare (BIRD), cu sediul la Washington, care are ca scop facilitarea reconstrucției, dezvoltării şi restructurării economiei țărilor membre.

Între timp, BIRD a înființat două filiale: Corporația Financiară Internațională (CFI) şi Asociația Internațională pentru Dezvoltare (AID), formând împreună cu acestea ceea ce în prezent se numeşte „Banca Mondială" (BM).

La acestea, s-a adăugat Banca Reglementelor Internaționale (BRI), cu sediul la Basel, în Elveția. Aceasta a fost creată în anul 1930, pentru a facilita plata despăgubirilor de război impuse Germaniei după primul război mondial, iar, conform acordurilor de la Bretton Woods, BRI ar fi urmat să dispară. În realitate, însă, această instituție a supraviețuit şi s-a integrat în sistemul monetar internațional, devenind un important forum de concepere şi aplicare a diverselor proiecte de cooperare monetară între băncile centrale.

La început, sistemul monetar internațional rezultat din acordurile de la Bretton Woods, din interpretarea dată acestor acorduri de către autoritățile

monetare naționale şi internaționale, precum şi din modificările aduse prevederilor respective pe parcursul aplicării lor, a funcționat, în linii mari, satisfăcător: în cadrul acestui sistem, comerțul şi celelalte tranzacții internaționale au cunoscut creşteri importante. Desigur, această dezvoltare a economiei mondiale în perioada postbelică nu a fost determinată exclusiv de cadrul monetar internațional, însă, alături de alți factori, stabilitatea monetară asigurată de sistemul de la Bretton Woods a contribuit în mare măsură la amplificarea relațiilor economice internaționale.

În forma sa inițială, sistemul a funcționat până în jurul anului 1960, adică o perioadă de cca. 15 ani. În anii '60 — '70, sistemul de la Bretton Woods a suferit însă o dezorganizare progresivă, care a dus la o criză majoră şi la înlocuirea sa cu actualul sistem monetar internațional.

6.2. Funcționarea sistemului de la Bretton Woods

Regulile de conduită monetară adoptate la Bretton Woods au corespuns situației economice şi politice internaționale existente la sfârşitul celui de-al doilea război mondial. În deceniile următoare, raportul de forțe pe plan mondial s-a modificat însă rapid, ceea ce a făcut ca ordinea monetară internațională creată la Bretton Woods să nu mai corespundă noilor realități economice şi politice.

Astfel, în anul 1944, când a fost conceput sistemul, nici una din principalele monede ale lumii nu mai era convertibilă în aur. Monedele naționale erau, în general, definite legal prin raportarea lor la o anumită cantitate convențională de aur, însă, înainte chiar de izbucnirea celui de-al doilea război mondial, toate statele din lume au abolit dreptul deținătorilor de bancnote de a le preschimba în aur la ghişeele băncii centrale. În unele țări (nu în toate), posesorii de bancnote aveau totuşi posibilitatea de a preschimba, la cursuri fixe, stabilite de stat, biletele respective în bancnote ale altui stat, de obicei, în dolari SUA, însă această operațiune de conversie era posibilă doar pe piața valutară, nu la ghişeele băncii centrale.

Pentru a menține fixitatea acestor cursuri, băncile centrale interveneau pe piață, vânzând sau cumpărând propria lor monedă, contra monedă străină, influențând în modul acesta cererea şi oferta.

În ceea ce priveşte SUA, autorităţile din această ţară cumpărau încă din 1934 întreaga cantitate de aur care le era oferită la preţul oficial de 34,92 dolari uncia, ceea ce făcea ca preţul de piaţă al aurului să nu poată scădea sub acest nivel. După semnarea acordurilor de la Bretton Woods, SUA s-au angajat şi că vor vinde aur celorlalte state interesate, la acelaşi preţ oficial de 34,92 dolari uncia, însă, în realitate, preţul de piaţă al aurului a început în curând să crească, ceea ce a făcut ca autorităţile americane să se achite din ce în ce mai greu de această obligaţie.

În aceste condiţii, sistemul de la Bretton Woods care a fost, iniţial, un *sistem de tip etalon aur-devize* (*Gold Exchange Standard*), a devenit, de fapt, un *sistem etalon-dolar*.

Într-adevăr, deşi elementul de bază al sistemului, adică etalonul cu ajutorul căruia erau evaluate toate celelalte active, a fost, teoretic, aurul, singura monedă convertibilă în aur era dolarul SUA. Ca urmare, în practică, rolul de etalon a fost îndeplinit de moneda americană. Însă, legătura dintre dolarul american şi aur, deşi reală, a fost ea însăşi elasticizată, din moment ce dolarii puteau fi oficial convertiţi în aur numai în anumite condiţii (exclusiv de către băncile centrale ale statelor membre), iar preschimbarea dolarilor în aur pe piaţă se făcea la un preţ de piaţă, care putea să se modifice (de fapt, să crească) zilnic, în funcţie de oscilaţiile cererii şi ofertei.

O primă modificare importantă a acordurilor de la Bretton Woods a intervenit în februarie 1961, când, confruntate cu fenomenul creşterii preţului de piaţă al aurului, băncile centrale din primele zece state industrializate ale lumii au înfiinţat ceea ce în epocă s-a numit „*poolul* (cartelul) aurului".

Creşterea preţului de piaţă al aurului a fost determinată, în principal, de inflaţia internă din SUA (alimentată, printre altele, de războiul din Vietnam), la care s-a adăugat amplificarea deficitului balanţei de plăţi a SUA, agravată de speculaţiile împotriva dolarului cauzate de incertitudinile privind politica economică a noii administraţii americane (Kennedy). Confruntate cu acest fenomen, SUA ar fi trebuit să procedeze, conform teoriei, la devalorizarea dolarului, însă, după o perioadă de ezitări, autorităţile americane au respins categoric această soluţie, propunând, în schimb, principalelor ţări dezvoltate (Belgia, Italia, Olanda, RFG şi Marea Britanie) să-şi depună o parte din rezervele lor de aur într-un fond comun, din care să se finanţeze intervenţiile pe piaţa liberă pentru susţinerea preţului dolarului faţă de aur.

În modul acesta, prețul de piață al aurului a încetat să se mai formeze liber, băncile centrale ale statelor membre ale *poolului* intervenind pentru a-l menține la nivelul oficial de 35 dolari uncia. Aurul necesar pentru aceste intervenții era furnizat, aşadar, de către băncile centrale ale tuturor statelor participante la *pool*, nu numai de către Sistemul Rezervelor Federale (banca centrală a SUA), cum prevedeau acordurile de la Bretton Woods, deşi SUA au continuat să dețină cea mai mare pondere în aprovizionarea cu aur a pieței libere.

În pofida acestei măsuri, creşterea prețului aurului a continuat, obligând băncile centrale să pună pe piață, prin intermediul *poolului*, mari cantități de aur, pentru a împiedica, în modul acesta, creşterea prețului aurului peste nivelul de 35 dolari uncia, şi, implicit, devalorizarea dolarului. Ca urmare, rezervele oficiale de aur au început să se diminueze îngrijorător, iar în anul 1967, unele state (de exemplu Franța) s-au retras discret din *pool*, în timp ce altele au cerut să fie scutite de obligația de a furniza aurul necesar intervențiilor.

Reuniți de urgență la Washington (17 martie 1968), guvernatorii băncilor centrale care au mai rămas în *pool* au hotărât să desființeze acest aranjament şi să creeze ceea ce s-a numit „dubla piață a aurului". Conform hotărârii respective, piața aurului era scindată în două componente:

a) piața oficială a aurului, cuprinzând aurul aşa-zis „monetar", adică aurul existent în momentul respectiv în tezaurele băncilor centrale, şi care, evaluat la prețul de 35,20 dolari uncia, continua să circule de la o țară la alta pentru acoperirea deficitelor balanțelor de plăți, alături de celelalte mijloace de plată internaționale existente (valutele şi devizele convertibile una în alta);

b) piața liberă a aurului, cuprinzând aurul aşa-zis „industrial", adică aurul existent în afara rezervelor oficiale ale statelor; cantitatea acestuia era dependentă de producția exploatărilor aurifere, iar circulația aurului respectiv de la o țară la alta se realiza la un preț liber, format în funcție de cerere şi ofertă.

Reprezentanții statelor din vechiul *pool* s-au mai angajat să nu utilizeze aurul obținut din SUA prin operațiuni specifice pieței oficiale pentru a-l revinde persoanelor particulare şi, de asemenea, să nu mai aprovizioneze cu aur din rezervele lor piața liberă.

S-a considerat că, în aceste condiții, stocurile de aur aflate la dispoziția băncilor centrale — destinate de aici înainte exclusiv utilizărilor de natură „monetară" — vor fi suficiente. În consecință, s-a anunțat că autoritățile nu vor mai cumpăra aur nou extras de la producători.

Rezultă că, în această fază a evoluției sistemului monetar internațional, elementul de bază al acestuia a devenit, teoretic şi practic, dolarul american. Aurul a continuat să fie un activ de rezervă şi un mijloc de acoperire a deficitului balanțelor de plăți, însă, spre deosebire de trecut, nu întreaga cantitate de aur a lumii îndeplinea aceste funcții, ci numai aurul zis „monetar", a cărui cantitate şi al cărui preț au fost înghețate. În ceea ce priveşte aurul zis „industrial", acesta a fost exclus din sistemul monetar internațional.

O nouă modificare importantă a acordurilor de la Bretton Woods, în sensul restrângerii rolului monetar al aurului, a intervenit la scurt timp, prin crearea, în anul 1969, a „Drepturilor Speciale de Tragere" — DST (*Special Drawing Right* — SDR), menite încă de la început să complinească şi apoi să înlocuiască treptat aurul.

DST este un activ de rezervă şi un mijloc de plată internațional, creat de FMI şi pus la dispoziția statelor membre în cantități determinate şi pentru timp nelimitat. Definit inițial în aur, iar apoi pe baza unui „coş valutar" (ca medie ponderată a cursurilor în dolari ale monedelor incluse în „coş"), DST este mai stabil decât monedele de referință şi decât celelalte monede convertibile care servesc în prezent ca mijloace de plată internaționale. De asemenea, DST se bucură de garanții speciale din partea FMI şi a statelor membre, prezentând şi alte avantaje, care-l fac să fie un activ internațional de rezervă atrăgător şi suplu.

În concluzie, rolul monetar internațional al aurului s-a diminuat în mod treptat, deoarece, pe de o parte, numai aurul „monetar" a mai continuat să joace acest rol, însă, aceasta, la un preț artificial de 35,20 $ / uncia, în timp ce prețurile tuturor celorlalte mărfuri au crescut foarte mult. Pe de altă parte, a fost creat un nou instrument, DST, care, înlocuind o parte din aurul existent în rezervele băncilor centrale, a permis creşterea acestor rezerve în concordanță cu creşterea volumului tranzacțiilor internaționale şi a prețurilor mărfurilor tranzacționate. Corelativ acestui fenomen de reducere a rolului monetar internațional al aurului, a crescut rolul monetar internațional al dolarului american, pur şi simplu, deoarece, în lipsă de altceva mai bun, statele lumii au continuat să utilizeze această monedă națională pentru efectuarea tranzacțiilor lor cu exteriorul.

6.3. Criza sistemului de la Brettton Woods

Modificările pe care sistemul monetar internațional de la Bretton Woods le-a suferit chiar şi în perioada în care a funcționat relativ satisfăcător nu au împiedicat antrenarea sa într-o profundă criză, care va duce, în final, la reformarea radicală a acestui sistem.

Cauzele crizei sunt multiple şi au fost analizate pe larg de economiştii epocii, care au evidențiat atât contradicțiile inițiale ale sistemului, cât şi problemele apărute pe parcurs, ca urmare a faptului că noile realități manifestate în economia mondială în perioada postbelică au făcut imposibilă aplicarea principiilor adoptate în 1944 la Brettton Woods. Astfel, într-o cunoscută lucrare, economistul belgian R. Triffin[1] a demonstrat, încă la începutul anilor '60, că sistemul nu este viabil din două motive şi că unul din acestea apare în mod inevitabil:

a) fie că SUA nu creează suficienți dolari, ceea ce împiedică dezvoltarea comerțului mondial (dezinflație la scara mondială);

b) fie că SUA creează dolarii care se cer pe piață, ceea ce permite manifestarea şi amplificarea tensiunilor inflaționiste şi, în modul acesta, slăbirea legăturii dintre dolar şi aur.

Ambele fenomene — cunoscute în literatură sub denumirea de „paradoxul lui Triffin" -s-au manifestat în diverse faze ale evoluției sistemului de la Bretton Woods, confirmând valabilitatea analizelor respective.

Astfel, prima situație a apărut în perioada 1945–1958, când, în lume, s-a manifestat o „foame de dolari". Într-adevăr, în perioada respectivă, SUA au înregistrat excedente comerciale importante, ceea ce a făcut ca dolarul — singurul mijloc internațional de plată — să devină tot mai rar.

A doua situație a apărut în deceniile următoare, când balanța de plăți a SUA a început să înregistreze mari deficite cronice, ceea ce a alimentat lumea cu o pletoră de dolari, provocând, în modul acesta, creşterea prețului de piață al aurului (exprimat în $), deprecierea dolarului şi „fuga de dolari".

S-a învederat astfel că, aşa cum a fost conceput, sistemul de la Bretton Woods are tendința de a eluda orice constrângere impusă procesului de creare a lichidității internaționale şi de a desființa orice posibilitate a autorităților naționale americane de a controla masa monetară internă. Or, acest fapt

[1] — Triffin R., *L'or et la crise du dollar*, PUF, Paris, 1962.

alimentează inflația, provocând epuizarea rezervelor de aur a SUA şi pierderea încrederii în moneda americană. Cauza este faptul că sistemul permite statului care emite moneda-cheie (SUA) să abuzeze de poziția sa dominantă şi să neglijeze efectele politicii sale asupra restului lumii[1].

Astfel, în cazul în care o țară oarecare, alta decât SUA, înregistrează un deficit în balanța sa de plăți, în conformitate cu principiile sistemului de la Bretton Woods, țara respectivă este nevoită să recurgă pentru acoperirea deficitului la rezerva sa valutară (aur, valute şi devize). În cazul în care deficitul se menține, iar rezerva valutară este pe cale de epuizare, dar țara în cauză apreciază că deficitul este temporar, ea poate solicita ajutorul FMI. Ajutorul constă în credite, care sunt acordate cu condiția ca țara respectivă să adopte şi să aplice măsuri de natură să ducă la restabilirea echilibrului balanței sale de plăți. În cazul în care, în pofida acestor măsuri, dezechilibrul se menține, adică se învederează a fi unul „fundamental", nu temporar, țara respectivă, confruntată cu pericolul epuizării rezervei valutare şi al imposibilității accesului la credite externe, este nevoită ca, mai devreme sau mai târziu, cu acordul FMI, să devalorizeze moneda sa națională, acțiune de natură să ducă la reechilibrarea balanței sale de plăți.

Aceste reguli disciplinatoare, valabile pentru toate țările participante la sistem, nu se aplică însă în cazul SUA — țara emitentă a monedei-cheie a sistemului. În cazul în care balanța de plăți a SUA este deficitară, iar guvernul american nu este dispus — dintr-un motiv sau altul — să recurgă la rezerva sa valutară (aur şi monede străine convertibile), este suficient să emită dolarii de care are nevoie, „punând în funcțiune maşina de tipărit hârtie" (mai precis, dolarii sunt creați prin creditele acordate de băncile americane clienților lor din străinătate, credite care alimentează, la rândul lor, depozitele în dolari existente în conturile deschise clienților respectivi la băncile americane).

Aceşti dolari (depozite în dolari la băncile americane = monedă scripturală) nou emişi sunt, în primul rând, monedă internă a SUA, însă sunt totodată, fără nici o modificare de formă, monedă internațională, capabilă să îndeplinească funcția de mijloc de rezervă şi mijloc de plată internațional. Ca urmare, deținătorii inițiali ai acestor dolari, care i-au obținut prin credite angajate de la băncile americane, prin export de mărfuri în SUA, prin încasarea unor creanțe

[1] — Atitudine calificată drept *benign neglect* = neglijență benignă.

asupra cetățenilor americani ş.a.m.d., pot ulterior să vândă dolarii respectivi pe piața valutară internațională altor persoane interesate.

În modul acesta, dolarii nou emişi pentru acoperirea deficitului balanței de plăți a SUA alimentează în permanență oferta de dolari de pe piețele valutare internaționale, ceea ce este de natură să determine scăderea prețului dolarului exprimat în alte monede naționale (deprecierea dolarului). Însă, conform acordurilor de la Bretton Woods, SUA nu aveau nici o obligație să susțină cursul dolarului, ci băncile centrale ale celorlalte state participante trebuiau să intervină pe piață pentru a menține cursurile monedelor lor față de dolar în limitele de variație de ±1% față de cursurile oficiale (paritățile metalice).

Intervențiile constau în cumpărarea de dolari depreciați (ceea ce măreşte cererea de dolari) şi vânzarea de monedă națională repreciată (ceea ce măreşte oferta de monedă națională, căutată pe piață), ducând, astfel, la reîncadrarea cursurilor în marjele de variație admise (±1%), dar şi la creşterea rezervelor în dolari ale băncilor centrale respective.

De fapt, aceşti dolari nu erau ținuți inactivi în rezervele valutare oficiale, deoarece, fiind interesate să încaseze dobânzi la disponibilitățile lor în dolari, băncile centrale ale statelor membre plasau aceşti dolari, la rândul lor, la băncile comerciale americane sau la alte bănci care operează pe piața valutară internațională, generând, în modul acesta, un proces de multiplicare de tipul „creditele fac depozitele şi depozitele fac creditele", al cărui efect este creşterea excesivă a ofertei de dolari (capitaluri disponibile pe termen scurt) de pe piața valutară internațională.

Aceşti dolari au fost numiți „eurodolari". Prin definiție, *„eurodolarii" sunt depozite la vedere în dolari, deținute de persoane fizice sau juridice la bănci comerciale din afara SUA şi care circulă în exteriorul statului emitent (SUA).*

„Eurodolarii" sunt, aşadar, o monedă care îmbracă exclusiv forma de monedă scripturală şi care este deținută şi utilizată în afara SUA[1].

În mod similar, pot exista şi alte eurovalute, în condițiile în care se constituie şi se utilizează depozite la vedere într-o altă monedă națională, în afara statului emitent. Există, deci, o extraneitate a locurilor de deținere şi de gestionare a monedelor, ceea ce face ca piața eurovalutelor să nu fie controlată nici de către autoritatea monetară din țara emitentă şi nici de autoritățile monetare din țările-gazdă.

[1] — După cum s-a exprimat inspirat un autor, „nimeni nu a ținut vreodată în mână eurodolari".

Pentru SUA, procedeul de alimentare a lichidității internaționale, descris mai sus, prezintă evidente avantaje, deoarece, în caz de deficit al balanței lor de plăți, nu sunt obligate, ca alte țări, să adopte măsurile de însănătoşire a economiei, care ar implica, eventual, sacrificarea unor obiective interne ale politicii economice (realizarea unui anumit ritm de creştere economică, a unui anumit nivel al ocupării mâinii de lucru, a unui anumit nivel al şomajului etc.). De asemenea, fiind în măsură să suporte timp îndelungat un deficit important al balanței lor de plăți, SUA pot să-şi întărească pozițiile economice şi politice în lume, achiziționând acțiuni ale firmelor din alte țări, înființând noi întreprinderi în străinătate, cumpărând terenuri, acordând ajutoare economice guvernelor aliate ş.a.m.d.

Cu alte cuvinte, deşi puternic inserată în economia mondială, economia americană nu suportă, la fel ca alte economii deschise, constrângerea externă, care, în cazul cursurilor fixe, este una foarte rigidă[1].

În termeni cu totul generali, se poate totuşi spune — cum au făcut-o adesea purtătorii de cuvânt ai guvernului american — că chiar şi în condiții de *benign neglect*, SUA prestează un serviciu util comunității internaționale, lipsite de o monedă unică, deoarece, punând în circulație o cantitate suplimentară de dolari, asigură creşterea lichidității internaționale în concordanță cu dezvoltarea comerțului internațional. Însă — aspect trecut cu vederea în declarațiile respective —, mecanismul de alimentare cu lichidități a economiei mondiale, prezentat mai sus, funcționează satisfăcător, dacă şi numai dacă sunt îndeplinite anumite condiții. Şi, de fapt, acest mecanism a funcționat satisfăcător numai atâta vreme cât nu s-a manifestat „paradoxul lui Triffin", iar condițiile necesare au fost, în linii mari, respectate.

În primul rând, mecanismul presupune ca guvernul american — conştient de avantajele sale — să nu încerce să abuzeze de acestea, lansându-se într-o politică monetară inflaționistă, care, deşi susceptibilă să stimuleze creşterea economică în SUA, determină, pe de altă parte, reducerea puterii de cumpărare a dolarului şi, deci, deprecierea sa față de alte monede.

În al doilea rând, acest mecanism presupune ca deficitul balanței de plăți a SUA să se mențină sub limita de la care creează o pletoră de dolari difuzați în

[1] — Pentru o analiză a naturii şi modalităților de manifestare a constrângerii externe, a se vedea şi lucrarea autorului: *Moneda şi teoria monetară*, Editura Mirton, Timişoara, 2000, vol. II, p. 283–294.

lume, de natură să submineze încrederea în moneda americană, să compromită dorința celorlalte bănci centrale de a păstra dolarii în rezervele lor valutare, respectiv să alimenteze piața — prin intermediul procesului de automultiplicare de pe piața eurodolarilor — cu o masă excesivă de capitaluri flotante, aflate în permanentă mişcare de la o țară la alta în căutare de câştiguri speculative.

Or, începând cu anii '60, economia mondială a evoluat rapid într-o direcție care nu a mai permis respectarea acestor condiții. Într-adevăr, deşi, anterior, au fost mult timp stabile, prețurile interne din SUA au crescut sensibil, iar, ca urmare, dolarul şi-a pierdut o bună parte din puterea sa de cumpărare. Aceasta, deoarece guvernul american s-a lansat concomitent într-un război foarte costisitor (Vietnam) şi în aplicarea unor programe interne ambițioase, fără a impune populației eforturile fiscale necesare (impozite), ci recurgând la împrumuturi de la banca centrală (inflație).

Pe lângă aceasta — dar este evident că cele două fenomene sunt strâns legate —, s-a produs o reorientare radicală a fluxurilor internaționale de capitaluri. Astfel, dacă, în trecut, se înregistrau, de obicei, importante intrări spontane de capitaluri în SUA, ceea ce a permis acestei țări ca, în pofida volumului mare al investițiilor efectuate în străinătate, al ajutoarelor economice, politice şi militare acordate unor guverne străine ş.a.m.d., să înregistreze excedente în balanța lor de plăți externe, spre sfârşitul anilor '60 şi începutul anilor '70, o masă importantă de capitaluri au început să părăsească SUA şi să se îndrepte spre Europa Occidentală şi Japonia, provocând un deficit important în balanța de plăți americană.

Inițial, această reorientare a fluxurilor de capitaluri a fost determinată de faptul că, pentru a combate inflația din propriile lor țări, guvernul vest-german şi cel japonez au promovat o politică monetară restrictivă, caracterizată prin dobânzi înalte. Ulterior, ieşirile de capitaluri din SUA au fost întreținute şi amplificate, pe lângă amintita diferență de dobânzi, de speculațiile generate de perspectiva învederată ca marcă vest-germană şi, respectiv, yenul japonez să fie revalorizate. Ca urmare, fluctuațiile cursurilor în dolari ale acestor monede susceptibile de revalorizare s-au accentuat şi mai mult.

În aceste condiții, dolarul american nu era şi nu mai putea fi un bun mijloc de rezervă, iar principiile convenite la Brettton Woods nu au mai putut fi aplicate. Băncile centrale, în loc să privească cu satisfacție faptul că rezervele lor

valutare în dolari sporesc, au început să se neliniştească de acest fenomen şi să încerce să îl limiteze prin adoptarea unor măsuri de descurajare a intrărilor de capitaluri flotante în dolari. Astfel, unele bănci centrale au interzis băncilor comerciale autohtone să mai plătească dobânzi la depozitele la vedere ale nerezidenților (eurodolari), altele au instituit „dobânzi negative" (taxe) asupra acestor depozite, iar altele — cele mai multe — au decis majorarea coeficientului (ratei) rezervelor obligatorii, imobilizând, astfel, o parte din fondurile aflate la dispoziția sistemului bancar comercial.

De asemenea, unele bănci centrale (de ex., cele din Franța şi Elveția) au cerut convertirea în aur a dolarilor pe care îi dețineau, în conformitate cu acordurile de la Bretton Woods. După numeroase tergiversări, SUA au satisfăcut unele din aceste cereri de convertire, iar, ca urmare, rezervele americane de aur au scăzut îngrijorător către nivelul de 10 mld. dolari, considerat de guvern ca stoc intangibil pentru caz de război.

Din cauza acestor fenomene, în primele luni ale anului 1971, dolarul şi-a pierdut practic calitatea de monedă-cheie a sistemului monetar internațional, băncile centrale ale statelor participante făcând tot posibilul pentru a evita intrarea monedei americane în rezervele lor valutare. Dacă unele bănci centrale au continuat totuşi să accepte creşterea rezervelor lor valutare în dolari, au făcut aceasta fie pentru că nu puteau proceda altfel, constrânse fiind de presiunile politice exercitate de guvernul american, fie pur şi simplu pentru că nu exista un alt activ de rezervă internațional. Alte bănci centrale (Banca Franței, Banca Națională a Elveției) au făcut însă uz de dreptul lor de a cere convertirea dolarilor în aur, ceea ce a dus la epuizarea rezervei de aur a SUA.

Cu toate acestea, în lume continua să existe o enormă cantitate de dolari, reprezentând capitaluri flotante (plasamente pe termen scurt, uşor recuperabile) în căutare de câştiguri speculative şi afluind îndeosebi spre țările cele mai prospere din punct de vedere economic (RFG şi Japonia). Toate condițiile unei crize de mari proporții erau, aşadar, întrunite.

Principalele momente ale acestei crize au fost următoarele:

a) instituirea cursului flotant al mărcii vest-germane (10 mai 1971);

b) desființarea convertibilității în aur a dolarului, chiar şi pentru băncile centrale ale celorlalte state participante (15 august 1971).

Prima măsură amintită a însemnat abandonarea unui principiu esențial al sistemului de la Bretton Woods, iar a doua a echivalat, practic, cu lichidarea acestui sistem.

Instituirea cursului flotant al mărcii vest-germane a fost urmată, la scurt timp, de decizii similare luate de alte țări, confruntate şi ele cu un aflux enorm de dolari (Olanda, Austria, Elveția etc.). Cu toate acestea, criza dolarului a continuat să se agraveze, ceea ce a determinat amintita decizie a guvernului american de a desființa convertibilitatea dolarului în aur.

Abolirea convertibilității în aur a dolarului a fost însoțită şi de alte măsuri, dintre care cele mai importante au fost următoarele:

a) instituirea unei suprataxe de 10% asupra importurilor efectuate de rezidenții americani;

b) adoptarea unui program de accelerare a relansării economiei americane şi de atenuare a tendințelor inflaționiste din cadrul acesteia.

Scopul principal urmărit de guvernul american prin aceste măsuri a fost creşterea competitivității economiei SUA, însă fără a recurge pentru aceasta la devalorizarea explicită a dolarului. Autoritățile americane au înțeles, aşadar, să se folosească de avantajul conferit de acordurile de la Bretton Woods, care obligau celelalte țări ca, în măsura în care înregistrează un excedent al balanței de plăți, să-şi revalorizeze propriile monede. Totuşi, deoarece țările respective fie că au refuzat să revalorizeze, fie că au făcut-o într-o proporție insuficientă, guvernul SUA a instituit amintita suprataxă de import de 10%, ceea ce a echivalat cu devalorizarea cu 10% a dolarului şi, implicit, revalorizarea cu 10% a monedelor celorlalte țări.

În modul acesta, competitivitatea externă a economiei americane a fost ameliorată, însă consecința imediată a acestor măsuri a fost desființarea sistemului monetar internațional de la Bretton Woods, care fusese deja grav perturbat prin adoptarea, de unele țări, a cursurilor flotante.

Confruntate brusc cu aceasta nouă stare de lucruri, guvernele principalelor țări industrializate au adoptat şi ele anumite măsuri de urgență pentru a se proteja împotriva afluxurilor masive de dolari depreciați. În general, s-a recurs la doua soluții:

a) unele țări, puține la număr, au urmat exemplul vest-german, în sensul că au lăsat moneda lor națională să floteze mai mult sau mai puțin liber (flotare impură);

b) alte țări, cele mai multe, au reintrodus controlul valutar asupra mișcărilor de capital (tranzacțiilor financiare cu străinătatea), însă au menținut regimul cursurilor fixe pentru operațiunile curente; în modul acesta, țările respective au scindat piața financiară, creând o piață valutară dublă: una pentru tranzacțiile curente și alta pentru tranzacțiile financiare (operațiunile de capital).

Totodată, statele lumii au încercat, acționând pe plan mondial sau regional (european), să creeze un nou sistem monetar internațional, bazat, la fel ca cel anterior, pe existența FMI, dar care să conțină și unele reglementări noi, menite să corecteze deficiențele care au provocat criza sistemului de la Bretton Woods. Eforturile respective, depuse în perioada 1971 — 1973, s-au concretizat printr-o serie de studii și proiecte de reformă și, în cele din urmă, au dus la crearea unui nou sistem monetar internațional. Acest nou sistem — cel actual — continuă să se bazeze pe anumite principii și instituții ale sistemului de la Bretton Woods, însă, în anumite privințe, este complet diferit de primul sistem monetar internațional postbelic.

7. Sistemul monetar internațional actual (Kingston-Jamaica)

Sistemul internațional actual a fost creat prin deciziile adoptate la Conferința monetară internațională de la Kingston (Jamaica) din anul 1976. Acest sistem nu marchează o ruptură totală cu sistemul monetar internațional anterior (Bretton Woods), deși principiul fixității cursurilor valutare a fost abandonat și înlocuit cu principiul flotării cursurilor valutare, mai precis cu principiul posibilității țărilor membre de a opta pentru cursuri flotante.

Într-adevăr, sistemul monetar internațional actual funcționează în cadrul instituțional-organizatoric existent anterior, creat prin acordurile de la Bretton Woods, care nu au fost abolite, ci doar ameliorate. Astfel, FMI — ca principală autoritate însărcinată cu gestionarea sistemului — nu a dispărut, ci i-au fost aduse unele modificări statutare, de natură să îi sporească rolul în supravegherea tendințelor financiar-monetare din economia mondială și a politicilor economice și monetare ale statelor membre.

De altfel, nici chiar în ceea ce priveşte regimul cursurilor valutare, sistemul actual nu exclude complet unele practici existente în cadrul sistemului de la Bretton Woods. Deşi, *de jure*, statele participante au posibilitatea să lase cursurile monedelor lor să se formeze liber pe pieţele valutare internaţionale, în funcţie de cerere şi ofertă, *de facto*, băncile centrale continuă să intervină pe piaţă, influenţând, astfel, nivelul cursurilor monedelor lor. De asemenea, există numeroase tipuri de aranjamente — bi sau multilaterale — prin care moneda unui anumit stat este legată mai mult sau mai puţin rigid de moneda sau monedele altor state.

Principalele trăsături specifice sistemului monetar internaţional actual, care îl deosebesc mai mult sau mai puţin net de sistemul de la Bretton Woods, se referă la următoarele elemente:

a) regimul cursurilor valutare;
b) rolul de supraveghere al FMI;
c) demonetizarea aurului;
d) rolul Drepturilor Speciale de Tragere (DST).

7.1. Flotarea cursurilor valutare

Actualul statut al FMI legalizează, pe de o parte, practica flotării cursurilor valutare, apărută, după cum am arătat, în faza de criză a sistemului de la Bretton Woods, iar pe de altă parte, creează statelor membre largi posibilităţi de a opta pentru un regim sau altul de cursuri valutare considerat convenabil[1].

De asemenea, statutul actual permite revenirea în viitor la un regim general de cursuri fixe, dar ajustabile[2], însă, în contextul condiţiilor economice internaţionale actuale, acest fapt pare extrem de improbabil.

Astfel, conform statutului actual, fiecare stat este obligat să colaboreze cu FMI şi cu celelalte state membre pentru a asigura menţinerea unor regimuri valutare ordonate şi a promova un sistem stabil de cursuri de schimb. În principal, fiecare stat membru se angajează :

[1] Art. IV, alin. 2, statutul FMI.
[2] Art. IV, alin. 4, statutul FMI.

a) să se străduiască să-şi orienteze politica economică şi financiară în vederea unei creşteri economice ordonate, în condiţii de stabilitate a preţurilor, având în vedere situaţia specifică în care se află;

b) să încerce să promoveze stabilitatea economică prin favorizarea unor condiţii de bază economice şi financiare ordonate şi a unui sistem monetar care să nu fie sursă de perturbaţii;

c) să evite manipularea cursurilor de schimb sau a sistemului monetar internaţional în scopul ajustării efective a balanţelor de plăţi sau al asigurării unor avantaje concurenţiale inechitabile faţă de alte state membre;

d) să urmeze politici valutare compatibile cu angajamentele de mai sus.

Cu toate acestea, statele membre sunt libere să aleagă căile şi mijloacele de îndeplinire a acestor angajamente, cu singura obligaţie de a notifica FMI regimul valutar pe care îl adoptă şi oricare modificare adusă regimului adoptat.

În mod practic, pentru a exprima cursul valutar, statele membre pot opta pentru una sau alta din următoarele trei soluţii de principiu:

a) definirea monedei naţionale prin raportarea acesteia la DST sau la un alt denominator, cu excepţia aurului — excepţie expres menţionată;

b) definirea monedei naţionale prin raportare la moneda sau la monedele altor state, în cadrul unor mecanisme de cooperare (de exemplu, Sistemul Monetar European — SME, *Exchange Rate Mechanism* — ERM);

c) alte regimuri valutare, inclusiv flotare liberă.

În aceste condiţii, se constată că principalele state industrializate (Canada, Anglia, Japonia, SUA, zona euro), care au o pondere de peste 80% din comerţul internaţional total, lasă moneda lor să floteze liber. Ca urmare, se poate spune că ceea ce predomină în prezent în comerţul internaţional sunt tranzacţiile efectuate cu monede care flotează mai mult sau mai puţin liber (dolarul american, euro, lira sterlină şi yenul japonez).

Pentru a ţine seama de evoluţia sistemului monetar internaţional, FMI poate edicta reglementări generale în materie de regimuri valutare, fără a limita însă dreptul statelor membre de a alege regimul valutar pe care îl doresc, atâta timp cât acesta este compatibil cu obiectivele FMI şi cu obligaţiile care decurg din articolul IV.

De asemenea, FMI controlează modul în care statele membre se achită de obligaţiile asumate în materie de regim valutar. În acest scop, FMI exercită o supraveghere a politicilor valutare ale statelor membre şi adoptă principii

specifice de natură să ghideze statele membre în conceperea şi aplicarea acestor politici. Statele membre sunt obligate să furnizeze FMI informaţiile necesare supravegherii şi — la cererea acestuia — să se consulte cu Fondul cu privire la politicile respective.

Principiile adoptate de FMI au fost astfel concepute încât să fie compatibile cu mecanismele de cooperare prin care statele membre menţin un curs fix al monedei lor faţă de moneda sau monedele altor state membre, precum şi cu celelalte regimuri valutare alese de diferite state membre, cu condiţia, evident, ca aceste regimuri să fie compatibile cu obiectivele Fondului şi cu prevederile articolului IV. În general, aceste principii respectă orientările sociale şi politica internă a statelor membre şi, de regulă, FMI ţine seama, în aplicarea lor, de situaţia particulară în care se află fiecare ţară membră.

Pentru viitor, FMI poate decide, cu o majoritate de 85% din totalul voturilor, că există condiţiile economice internaţionale de natură să permită instituirea unui regim valutar bazat pe cursuri fixe, dar ajustabile. O asemenea decizie ar urma să fie luată pe baza stabilităţii subadiacente a economiei mondiale, iar pentru aprecierea acestei situaţii trebuie să se ţină seama de evoluţia preţurilor şi de rata de creştere economică a statelor membre. De asemenea, decizia ar urma să fie adoptată prin prisma evoluţiei sistemului monetar internaţional, în particular, a surselor de lichidităţi şi a situaţiei balanţelor de plăţi. Având în vedere caracterul restrictiv al condiţiilor amintite, mulţi autori consideră că este puţin probabil ca acestea să fie îndeplinite şi că, deci, evoluţia istorică prin care s-a ajuns la practica flotării monedelor este ireversibilă.

7.2. Rolul de supraveghere al Fondului Monetar Internaţional

Instituţia însărcinată cu asigurarea funcţionării efective a sistemului monetar internaţional este în continuare FMI, căruia nu i s-a modificat organizarea, ci i s-a mărit rolul şi i-au fost sporite resursele.

Într-adevăr, una din prerogativele esenţiale ale FMI este menţinerea unui dialog permanent cu ţările membre referitor la consecinţele pe care politicile lor economice şi financiare le pot avea la nivel naţional şi internaţional. *Acest proces de urmărire şi consultare reprezintă ceea ce se numeşte „supravegherea" exercitată de*

FMI, termen care implică o transparență totală a deciziilor de politică economică ale statelor membre. Şi, de fapt, în ultimii ani, activitățile de supraveghere ale FMI au dobândit un caracter public din ce în ce mai accentuat.

Importanța supravegherii exercitate de FMI rezidă în caracterul integrat al lumii contemporane. Într-adevăr, în condițiile actuale, politicile economice şi financiare ale unei țări pot afecta numeroase alte țări, iar, ca urmare, este esențial să existe o instanță care să poată supraveghea evoluția conjuncturii economice la scară planetară. Având 184 de țări membre, FMI este o instituție cu caracter universal, care poate îndeplini în bune condiții acest rol.

Rolul unei supravegheri eficace a fost evidențiată de recentele crize financiare (criza țărilor din Sud-Estul Asiei, criza țărilor din America Latină, criza rusească, recenta criză de pe piața americană a creditelor ipotecare etc.), care, în unele cazuri, s-au propagat şi în alte țări sau regiuni. Ca răspuns la aceste crize, FMI a luat mai multe măsuri de natură să întărească propria sa aptitudine de a decela rapid vulnerabilitățile şi riscurile.

Inițial, problema supravegherii a fost reglementată prin articolul IV al statutului FMI, conform căruia Fondul are sarcina să „exercite o supraveghere fermă a politicilor valutare ale țărilor membre, în scopul asigurării bunei funcționări a sistemului monetar internațional".

Cu alte cuvinte, în această fază, supravegherea a fost concepută mai ales ca un mijloc de limitare a libertății statelor membre de a alege regimul de curs valutar pe care îl consideră adecvat.

Ulterior, sfera şi rolul supravegherii au fost amplificate, aceasta devenind o modalitate de sprijinire a țărilor membre să atingă două obiective majore: stabilitatea financiară şi creşterea economică durabilă.

Astfel, perspectivele, obiectivele şi principiile supravegherii au fost definite pe larg într-o rezoluție adoptată de FMI în anul 1977, în care se precizează că obiectivul final al supravegherii este: „de a ajuta țările membre să atingă stabilitatea financiară şi creşterea economică durabilă " şi că „evaluarea de către FMI a politicilor valutare ale statelor membre necesită o analiză aprofundată atât a politicilor duse de fiecare țară membră, cât şi a situației economice globale".

De la adoptarea acestui document, obiectivele şi principiile supravegherii nu s-au modificat, însă cadrul în care aceasta se exercită a evoluat considerabil. Această evoluție a fost deosebit de rapidă în ultimii zece ani, când FMI a fost

confruntat cu provocările mondializării, mai ales cu creşterea fără precedent a mişcărilor internaţionale de capitaluri.

În prezent, activităţile de supraveghere au ca obiect o gamă largă de politici economice, a căror importanţă relativă diferă în funcţie de situaţia individuală a ţării în cauză:

1) Regimurile valutare şi politicile monetare şi fiscale constituie elementul central al misiunilor de supraveghere ale FMI. Economiştii Fondului oferă consultanţă ţărilor membre, punându-le la dispoziţie recomandări de politică economică, de natură să permită alegerea unui regim valutar adecvat, precum şi asigurarea coerenţei politicii valutare cu orientarea politicii bugetare şi monetare.

2) Politicile structurale au fost încorporate în programul de supraveghere al FMI în anii 1980, când, în multe ţări industrializate, a avut loc o încetinire a ritmului creşterii economice ca urmare a celui de al doilea şoc petrolier.

Necesitatea efectuării unor reforme structurale într-o serie de ţări a fost accentuată de criza datoriei externe a ţărilor din lumea a treia şi de căderea comunismului.

În prezent, dialogul de politică economică pe care FMI îl întreţine cu ţările membre se referă inclusiv la probleme de ordin structural, în măsura în care acestea au consecinţe importante asupra rezultatelor macroeconomice. Sunt abordate, de asemenea, teme ca: guvernanţa corporatistă, piaţa muncii, comerţul exterior etc.

3) Problemele legate de sectorul financiar au intrat în câmpul supravegherii FMI în anii 1990, ca urmare a unei serii de crize care au lovit atât sectorul bancar al ţărilor industrializate, cât şi sectorul bancar al ţărilor în curs de dezvoltare.

În anul 1999, FMI şi Banca Mondială au hotărât să aplice împreună un „Program de evaluare a sectorului financiar" (PESF), special conceput pentru a permite evaluarea forţei şi slăbiciunilor sectorului financiar al ţărilor membre. Rezultatele acestor evaluări sunt utilizate intensiv pentru exercitarea supravegherii.

4) Problemele instituţionale — cum ar fi independenţa băncii centrale, reglementarea sectorului financiar, guvernanţa corporatistă, transparenţa politicii economice, etica şi responsabilitatea în afaceri etc. — ocupă un loc din ce în ce mai important în activităţile de supraveghere ale FMI, în condiţiile apariţiei unor crize financiare şi în contextul procesului de tranziţie de la o

economie planificate spre o economie de piață, în care sunt angajate anumite țări membre.

În ultimii ani, FMI şi Banca Mondială au jucat un rol central în formularea, aplicarea şi evaluarea normelor şi codurilor recunoscute pe plan internațional în domeniile primordiale pentru funcționarea eficace a unei economii moderne.

5) Evaluarea riscurilor şi a vulnerabilităților. Prevenirea crizelor a constituit întotdeauna un obiectiv esențial al supravegherii exercitate de FMI. În ultimii ani, acțiunea preventivă a depăşit limitele tradiționale ale situației balanței plăților curente şi a sustenabilității datoriei externe, luând în considerare inclusiv riscurile şi vulnerabilitățile aferente volumului şi instabilității mişcărilor de capitaluri.

Din punct de vedere practic, supravegherea se realizează, în principal, sub forma „consultărilor cu statele membre în baza prevederilor articolului IV". Aceste consultări bilaterale au loc, în mod normal, odată pe an şi se desfăşoară atât în țările membre, cât şi la sediul FMI de la Washington. Astfel, economiştii FMI se deplasează în țările membre pentru a culege date şi a discuta cu membrii guvernului şi cu înalții funcționari ai băncii centrale, cu reprezentanții sectorului privat, ai societății civile şi ai sindicatelor, cu membrii parlamentului etc. La întoarcerea la Washington, misiunea întocmeşte un „Raport", pe care îl supune spre discutare şi aprobare Consiliului de Administrație al FMI. Hotărârea Consiliului de Administrație este transmisă apoi autorităților naționale ale țării în cauză.

În ultimii ani, a crescut transparența activităților de supraveghere ale FMI, evaluările pe care aceasta le face cu privire la politicile țărilor membre fiind, în prezent, în majoritatea cazurilor, difuzate publicului.

Pe lângă supravegherea bilaterală, FMI realizează şi o supravegherea multilaterală şi regională, al cărui obiect este reprezentat de tendințele şi evoluția economiei mondiale.

Rezultatele acestui proces se concretizează într-un amplu studiu, publicat semestrial, intitulat: *„World Economic Outlook"*, care examinează perspectivele economiei mondiale şi analizează aprofundat anumite probleme specifice.

De asemenea, FMI publică, de două ori pe an, un amplu raport cu privire la stabilitatea financiară în lume, intitulat: *"Global Financial Stability Report"*, care analizează situația pieților financiare internaționale şi identifică vulnerabilitățile potențiale, susceptibile de a genera crize.

Aceste două publicații sunt deosebit de folositoare, atât pentru exercitarea supravegherii de către FMI însuşi, cât şi pentru autoritățile din țările membre şi pentru analiştii economici.

În fine, FMI trece regulat în revistă evoluția economică şi politicile urmate în cadrul diverselor acorduri regionale, cum ar fi zona euro (Euroland) sau Uniunea Economică şi Monetară Vest-Africană (UEMOA).

7.3. Demonetizarea aurului

În perioada crizei sistemului de la Bretton Woods, guvernul american a exercitat o puternică presiune pentru reducerea rolului monetar internațional al aurului şi, în final, pentru demonetizarea completă a metalului galben. Administrația americană s-a confruntat cu rezistența guvernelor europene, rezistență foarte vizibilă din partea unor state, ca Franța şi Elveția, ori mai puțin afirmată, dar la fel de reală, din partea altor țări.

La ora actuală, în sistemul monetar instituit prin acordurile de la Kingston, obiectivul SUA a fost în mare parte atins, în sensul că rolul monetar al aurului a fost, *de jure*, desființat. Astfel, statutul FMI în vigoare nu mai conține nici o referire la aur ca etalon de măsură a valorii sau ca mijloc efectiv de plată internațional, conferind această funcție DST. Ca urmare, cursurile valutare nu se mai exprimă în aur, conturile FMI se țin în DST, indicatorii pe care acesta îi calculează sunt exprimați în DST, operațiunile pe care FMI le efectuează sunt realizate în DST ş.a.m.d.

În aceste condiții, ponderea aurului în rezervele valutare mondiale s-a redus foarte mult.

Paralel cu diminuarea ponderii aurului în rezervele valutare ale statelor, a avut loc dezvoltarea pieței private a aurului. Cu toate acestea, din cauza conservatorismului participanților, piața privată a aurului s-a dezvoltat mai lent decât piața financiară internațională, care este supusă influenței globalizării şi inovării din domeniul financiar si al tehnologiei informatice şi comunicațiilor.

De asemenea, politica antiinflaționistă eficientă a autorităților din principalele țări dezvoltate a determinat reducerea în continuare a rolului tradițional al aurului ca mijloc de tezaurizare şi, deci, scăderea cererii de aur de pe piața privată.

BCU M. EMINESCU" IAŞI

În acest context, opțiunile băncilor centrale se limitează la reducerea treptată — prin vânzări — a stocului de aur pe care îl dețin, iar pentru cantitățile rămase în portofoliu, la utilizarea unor instrumente de gestionare compatibile cu legile pieței şi susceptibile să maximizeze venitul.

De fapt, la ora actuală, nu mai există nici un fel de motive obiective pentru care o bancă centrală ar trebui să dețină rezerve de aur. Acesta este mai puțin lichid decât alte active, randamentul său potențial este scăzut, iar expunerea la riscul volatilității prețului este mare. De aceea, autoritățile monetare din diverse țări au continuat să vândă aur pe piața privată, unele dintre ele lichidând aproape complet, în ultimul timp, stocul lor de aur.

Cu toate aceste evoluții, care învederează reducerea treptată a rolului aurului ca activ de rezervă, nu numai *de jure*, ci şi *de facto*, există încă unele țări — printre care şi România — care, din motive specifice (producție autohtonă de aur mare, tradiție, percepție politico-istorică etc.), păstrează încă în rezervele lor internaționale cantități considerabile de aur.

Uneori, are loc chiar o creştere a stocurilor de aur ale băncilor centrale din unele țări: în perioadele de turbulențe economice şi politice; după evenimente neașteptate, ca cele din 11 septembrie 2001; în perioade de inflație şi de corecții majore ale prețurilor activelor externe, când importanța aurului creşte sensibil, fiind considerat un element de stabilitate şi de siguranță etc.

Rezultă că aurul îşi păstrează, în continuare, un caracter ambivalent (marfă-activ financiar), poziția sa fiind supusă presiunilor atât din partea autorităților monetare, care doresc să-şi îmbunătățească gradul de fructificare a rezervelor de aur pe care le mai dețin, cât şi din partea producătorilor, care îşi văd amenințate profiturile.

Prin urmare, perspectivele metalului galben rămân greu de estimat. Deşi nu mai constituie, ca în trecut, elementul central al sistemului monetar internațional, aurul este încă un bun activ de rezervă, căutat de toată lumea, mai ales în perioade critice. Este adevărat că apariția unor noi active de rezervă, cum ar fi, DST-ul creat de FMI, ori adoptarea unor monede unice, cum este euro, creat de Eurosistem, tinde să reducă treptat şi acest rol de mijloc de rezervă al aurului, însă, deocamdată, moneda-cheie a sistemului monetar internațional continuă să fie cea care a avut acest rol şi în cadrul sistemului de la Bretton Woods: dolarul american.

7.4. Rolul Drepturilor Speciale de Tragere

„Drepturile Speciale de Tragere" (DST) (*Special Drawing Right* — SDR) sunt anterioare sistemului monetar internațional actual, fiind create în cadrul sistemului de la Bretton Woods (1969), ca un mijloc de rezervă internațional, de natură să completeze rezervele valutare ale țărilor membre (constituite, la acea dată, din aur, valute convertibile şi poziții de rezervă la FMI).

După cum am arătat, principiul cursurilor fixe — pe care s-a bazat sistemul de la Bretton Woods — a fost pus în cauză începând cu anii '60, deoarece, în condițiile epocii, menținerea unor cursuri fixe a implicat intervenții costisitoare din partea țărilor membre. În perioada respectivă, principalele active de rezervă erau aurul şi dolarul american, însă, deoarece producția de aur a încetat să mai fie o sursă de active de rezervă suficientă şi fiabilă, iar creşterea continuă a rezervelor internaționale constituite în dolari impunea perpetuarea deficitului balanței de plăți americane — fenomen care provoca, la rândul său, deprecierea dolarului —, s-a decis crearea unui nou activ de rezervă internațional, sub auspiciile FMI, si anume DST.

La puțin timp după crearea DST, sistemul de la Bretton Woods s-a dezorganizat, iar marile țări ale lumii au adoptat regimul cursurilor flotante. Conjugată cu dezvoltarea piețelor financiare internaționale, care a permis guvernelor solvabile să se împrumute cu uşurință pe piețele private, această evoluție a permis atenuarea nevoii de DST

În aceste condiții, rolul DST ca activ de rezervă este, la ora actuală, destul de limitat. Deşi unele instrumente financiare private sunt libelate în DST, eforturile depuse pentru promovarea utilizării acestuia pe piețele private nu au cunoscut decât un succes limitat. Ca urmare, la ora actuală, DST serveşte, în primul rând, ca unitate de cont pentru FMI şi pentru alte câteva organisme internaționale şi, din această cauză, este rezervat exclusiv operațiunilor FMI cu țările sale membre.

Natura DST nu este nici cea a unei monede şi nici cea a unei creanțe asupra FMI. Prin prisma unei definiții instituționale a monedei, se poate spune că *DST este o creanță virtuală asupra monedelor liber-utilizabile ale țărilor membre ale FMI, în sensul că deținătorii de DST pot obține, în schimbul DST, amintitele monede.* În calitatea sa de activ de rezervă, DST îşi trage valoarea din angajamentele

asumate de țările membre de a deține şi de a accepta DST, precum şi de a onora anumite obligații legate de operațiunile sistemului în DST.

FMI are două mijloace de a determina onorarea obligațiilor pe care sistemul DST le creează față de monedele liber-utilizabile:

a) organizarea, pe bază de acorduri voluntare, a schimbului DST/monedă liber-utilizabilă între statele membre participante;

b) desemnarea țărilor membre a căror poziție externă este puternică pentru a cumpăra DST de la țările membre a căror poziție externă este slabă;

Valoarea DST a fost stabilită inițial în aur, şi anume aceeaşi cantitate de aur ca şi dolarul american (0,888671 g). În perioada de dezorganizare a sistemului de la Bretton Woods, definirea DST în raport cu aurul şi-a pierdut rațiunea de a fi, iar ca urmare, în anul 1974, s-a hotărât redefinirea valorii DST pe baza unui „coş" de monede. În prezent, acest „coş" cuprinde dolarul american, euro, lira sterlină şi yenul japonez.

„Coşul" pe baza căruia este definit DST-ul se revizuieşte periodic (din cinci în cinci ani), astfel încât monedele pe care le cuprinde să fie reprezentative pentru tranzacțiile internaționale, iar ponderile acestora să reflecte importanța lor relativă în schimburile şi operațiunile financiare internaționale.

FMI calculează în fiecare zi valoarea DST în raport cu dolarul american, adunând valoarea în dolari a următoarelor cantități de monede incluse în „coş":

— dolarul american	0,577,
— euro	0,426,
—lira sterlină	0,0984,
— yenul japonez	21,0

pe baza cursurilor de schimb cotate la amiază pe piața Londrei.

Valoarea DST este cotată zilnic pe site-ul FMI.

Cursul unei monede oarecare față de DST se determină pe baza cursului de piață al monedei respective față de dolarul american şi a cursului dolarului față de DST.

Alocarea DST se face în funcție de cota parte de capital subscrisă şi vărsată la FMI de fiecare țară membră. În modul acesta, o anumită țară membră obține pe gratis un activ pentru care nu percepe şi nu plăteşte nici o remunerație.

Totuşi, în cazul în care deţinerile de DST ale unei ţări depăşesc nivelul alocărilor de care aceasta a beneficiat, ţara respectivă încasează o dobândă pentru excedent; dimpotrivă, în cazul în care o ţară deţine o cantitatea de DST mai mică decât nivelul alocat, plăteşte o dobândă pentru diferenţa respectivă.

Statutul FMI permite, de asemenea, anularea unor DST, însă, până acum, această prevedere nu a fost niciodată aplicată.

Precizăm că FMI îşi poate aloca DST lui însuşi.

În legătură cu natura şi rolul DST, s-au purtat şi se poartă încă numeroase discuţii în literatură şi la reuniunile internaţionale. În cadrul acestor dezbateri, s-au formulat o serie de propuneri de modificare a criteriului de alocare a DST (cotele-părţi de capital, care favorizează marile puteri), ori de redistribuire a sumelor în DST deja alocate.

În general, aceste propuneri sunt de două tipuri:

1) Propuneri care urmăresc completarea resurselor FMI. Aceste sugestii tind spre reorientarea DST alocate dinspre ţările membre industrializate spre ţările a căror nevoie de lichidităţi internaţionale este acută.

În măsura în care aceste propuneri implică utilizarea alocărilor de DST pentru finanţarea balanţei de plăţi, fără a se ţine seama de cerinţele pe care FMI le practică în mod obişnuit, alocările respective ar echivala cu o creştere a cotelor-părţi de capital ale ţărilor beneficiare şi, deci, cu o creştere a creditelor acordate acestora de FMI.

2) Propuneri în favoarea finanţării dezvoltării. Aceste propuneri urmăresc legarea alocărilor de DST de finanţarea dezvoltării şi de alte obiective specifice.

Deocamdată, propunerile respective nu pot fi puse în aplicare, deoarece implică modificarea statutului FMI. Nu este însă mai puţin adevărat că DST-urile deţinute de un stat pot fi folosite şi în prezent pentru finanţarea dezvoltării, şi anume prin utilizarea lor pentru cumpărarea de valută convertibilă de la alte ţări sau organisme agreate.

Concluzia este că deşi nu toate problemele legate de alocarea şi utilizarea DST sunt rezolvate, modul de definire şi rolul acestui activ s-au modificat în cursul timpului, tendinţa fiind de a transforma activul respectiv într-un element central al sistemului monetar internaţional. Măsura în care acest obiectiv va fi atins depinde însă de modul în care va evolua sistemul monetar internaţional.

8. Uniunea Economică şi Monetară Europeană

Uniunea Economică şi Monetară Europeană (UEM), cunoscută şi sub denumirea de „zona euro" sau *„Euroland"*, a luat fiinţă la 1 ianuarie 1999, odată cu apariţia monedei unice europene: euro. Această uniune este cea mai avansată formă de integrare economică cunoscută până în prezent în lume, realizată de ţări independente din punct de vedere politic.

Faptul că 12 ţări membre ale Uniunii Europene (UE) (Austria, Belgia, Finlanda, Franţa, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburg, Olanda, Portugalia şi Spania) au renunţat la monedele lor naţionale pentru a adopta o monedă unică — euro — constituie cel mai important eveniment monetar petrecut în zilele noastre.

Crearea UEM este rezultatul unui proces îndelungat, început în anii '70, în perioada de criză a sistemului internaţional de la Bretton Woods.

Astfel, prima propunere oficială de constituire a unei zone monetare europene datează din anul 1969 (Consiliul European — La Haye). Un an mai târziu, a apărut „Raportul Werner", care a recomandat, la rândul său, crearea a ceea ce s-a numit „şarpele valutar".

În anul 1972, nouă ţări europene — Franţa, Germania, Italia, Luxemburg, Belgia, Olanda, Marea Britanie, Irlanda şi Danemarca — au decis să limiteze la ±2,25% fluctuaţiile cursurilor reciproce al monedelor lor, în condiţiile flotării libere a acestora faţă de dolarul american.

Acest aranjament este cunoscut sub denumirea de „şarpe valutar". În practică, a fost vorba despre un acord între ţările vest-europene, prin care s-a stabilit flotarea concertată (în bloc) a monedelor respective faţă de dolarul american.

În anul 1973, după cea de-a doua devalorizare a dolarului american şi în condiţiile şocului petrolier, mişcările speculative de capitaluri s-au amplificat din nou foarte mult, provocând oscilaţii ample şi neprevăzute ale cursurilor valutare. Încercând să menţină totuşi cursurile în marjele de fluctuaţie prestabilite, băncile centrale europene şi-au epuizat rapid rezervele valutare. În aceste condiţii, lipsa de coordonare şi adoptarea unor politici monetare divergente au determinat abolirea „şarpelui valutar".

Astfel, fosta RFG a reuşit să menţină inflaţia sub control, prin aplicarea unei politici monetare restrictive, caracterizate prin dobânzi reale pozitive ridicate. Celelalte ţări europene au eşuat însă în această încercare, fiind nevoite să

părăsească rând pe rând „şarpele valutar": Italia, Marea Britanie (1973), Franța (1974, apoi din nou în 1976, după revenirea din 1975).

Până la urmă, în „şarpele valutar" au mai rămas doar marca vest-germană şi câteva monede strâns legate de aceasta, iar, ca urmare, acest mecanism a fost abandonat.

Conferința de la Kingston (Jamaica) a fost urmată, la rândul său, de o perioadă de puternică instabilitate monetară, care a favorizat apariția unor ample mişcări speculative de capitaluri.

În aceste condiții, în anul 1978, şefii de stat europeni s-au întâlnit la Copenhaga şi au decis crearea unei zone de stabilitate monetară în Europa. Pe această bază, în 1979, s-a hotărât crearea unui Sistem Monetar European (SME).

După şocul petrolier din 1973–1974 şi experiența nereuşită a „şarpelui valutar", care nu a rezistat crizei internaționale de la sfârşitul anilor '60 şi începutul anilor '70, crearea SME a fost privită cu multe rezerve, atât în lumea academică, cât şi în cercurile de afaceri, puțini fiind cei care, în acea perioadă, au avut încredere în şansele sale de a rezista în timp. Cu toate acestea, SME a funcționat până în anul 1999, când a fost introdus euro. De fapt, el continuă să funcționeze şi în prezent, într-o formă modificată, sub forma Sistemului Monetar European II — SME II (*Exchange Rate Mechanism II* — ERM II).

Caracteristicile principale ale SME au fost următoarele:

1) Unitate monetară comună (ECU — „European Currency Unit"), definită pe baza unui „coş" format din monedele tuturor țărilor participante.

2) Cursuri de schimb fixe, dar ajustabile, între monedele europene participante; aceste cursuri au fost stabilite prin definirea şi respectarea unui „curs pivot" al fiecărei monede participante față de ECU; „cursurile pivot" puteau fi modificate cu acordul celorlalte țări participante; marjele de variație acceptate ale cursurilor de schimb de piață față de „cursurile pivot" erau de ± 2,25%.

3) „Indicatori de divergență" pentru fiecare monedă participantă, care să reflecte evoluția disparată a monedei respective față de celelalte monede participante (pentru a stabili cărei bănci centrale îi revine sarcina de a acționa pentru reechilibrarea cursului de schimb).

4) Solidaritatea țărilor membre, manifestată prin crearea unei rezerve valutare comune şi acordarea de credite reciproce în cazul existenței unor dificultăți ale balanței de plăți, precum şi pentru finanțarea intervențiilor; în acest scop, a fost creat Fondul European de Cooperare Monetară (FECOM).

În pofida crizelor prin care a trecut, SME a constituit o experiență reușită, în special prin performanțele obținute în materie de dezinflație (în perioada 1980 — 1987, rata medie a inflației s-a redus de la 11,2% la 2,2% în țările participante).

Banda de ± 15 % a fost menținută până la realizarea unificării monetare, fiind considerată suficient de largă pentru a permite utilizarea cursurilor valutare ca mijloc de apărare împotriva atacurilor speculative. Deoarece această bandă a avut succes, în sensul că statele membre UE au reușit să se mențină în interiorul ei o perioadă îndelungată, fără intervenția băncii centrale, marja respectivă a fost menținută și pentru Sistemul Monetar European II — SME II (*Exchange Rate Mechanism II* — ERM II).

Alți pași importanți în sensul constituirii UEM au fost adoptarea „Actului Unic European" (1985), realizarea pieței unice, aprobarea „Raportului Delors" (1989) și încheierea „Tratatului de la Maastricht (1992).

Uniunea Economică și Monetară (UEM) s-a realizat pe baza prevederilor „Tratatului de la Maastricht", conform căruia statele membre UE s-au obligat să adopte o monedă unică și să renunțe la politica monetară națională, în favoarea unei politici monetare unice, elaborată și implementată de un o autoritate monetară comunitară, numită „Sistemul European de Bănci Centrale" (SEBC).

Rezultă că renunțarea la politica monetară națională a fost considerată un cost acceptabil de către fondatorii UEM. Ca urmare, în conformitate cu teoria economică actuală[1], „Tratatul de la Maastricht" precizează că singurul rol al politicii monetare trebuie să fie menținerea sub control a inflației. Aceasta înseamnă că țările europene au căzut de acord că politica monetară nu trebuie utilizată pentru atingerea altor obiective economice, de exemplu, pentru a încerca o relansare economică. Această orientare este relevată de gradul mare de independență de care se bucurau, deja, la data respectivă, băncile centrale naționale din țările membre UE.

Potrivit „Tratatului", crearea UEM urma să se realizeze în trei faze:

1) În prima fază, în derulare deja la data semnării „Tratatului", trebuia să continue crearea unei piețe unice, liberalizarea circulației capitalurilor și intensificarea coordonării politicilor monetare.

---

[1] — În particular, teoria zonelor monetare optime. (Cerna S., *Teoria zonelor monetare optime*, ed. cit.).

2) În faza a doua, prevăzută să înceapă la 1 ianuarie 1994, urma să se intensifice coordonarea politicilor economice şi să se întărească disciplina bugetară. Tot în această fază, trebuia creat Institutul Monetar European (instituție care avea să se transforme, la începutul celei de-a treia faze, în Banca Centrală Europeană) şi definitivat „coşul" pe baza căruia urma să fie definită moneda unică.

3) În faza a treia, prevăzută să înceapă la 1 ianuarie 1997 sau 1 ianuarie 1999, s-a prevăzut fixarea ireversibilă a cursurilor de schimb, dispariția pieților valutare, elaborarea şi aplicarea unei politici monetare unice şi înlocuirea rapidă a monedelor naționale cu moneda unică.

Procesul de unificare monetară, realizat pe baza „Tratatului de la Maastricht", este definitiv şi ireversibil.

Ireversibilitatea procesului a fost asigurată prin modalitatea de trecere la faza a treia, care a fost condiționată de îndeplinirea unor aşa-zise „criterii de convergență" foarte precise (cunoscute şi sub denumirea de „criteriile de la Maastricht"), şi anume:

a) rata inflației cu maxim 1,5% mai mare decât performanța în domeniul monetar a celor mai bune trei economii din UE[1];

b) deficit bugetar de maxim 3% din PIB;

c) datorie publică de maxim 60% din PIB;

d) rata anuală a dobânzii la creditele pe termen lung cu maxim 2% mai mare decât media celor trei state care au realizat cele mai bune performanțe în domeniul monetar;

e) legislație națională compatibilă cu funcționarea SEBC;

f) participare anterioară la SME (respectiv, începând cu 1999, la SME II), timp de minim doi ani, fără tensiuni.

Periodic (la fiecare 2 ani sau la cererea statelor membre UE), BCE realizează „Rapoarte de convergență", în care se analizează gradul de îndeplinire a „criteriilor de convergență" de către țările membre UE aflate în afara zonei euro[2].

---

[1] — Este vorba despre țările care au înregistrat cele mai mici rate al inflației în cele 12 luni care preced momentul evaluării.

[2] — În literatura economică, termenul de „convergență" este asociat, cel mai adesea, cu aspecte economice reale (convergență reală): reducerea diferențelor privind nivelul de trai, ritmul de creştere economică, rata ocupării, nivelul de competitivitate, atenuarea diferențelor structurale din industrie şi infrastructură. Într-o altă accepțiune, se vorbeşte de o „convergență nominală",

În anul 1996, s-a decis amânarea trecerii la cea de-a treia fază a UEM, şi anume până la 1 ianuarie 1999, deoarece, la acea dată, erau foarte puține țări care îndeplineau criteriile de convergență menționate. Totuşi, la 1 mai 1998, Consiliul European a analizat situația țărilor membre ale UE, care doreau să participe la Uniunea Economică şi Monetară şi a hotărât continuarea procesului de unificare monetară.

Ca urmare, la 1 ianuarie 1999, moneda unică — euro — a fost adoptată, în formă scripturală, de către un număr de 11 state membre ale UE (Austria, Belgia, Finlanda, Franța, Germania, Irlanda, Italia, Luxemburg, Olanda, Portugalia şi Spania). La 1 ianuarie 2001, euro a fost adoptat şi de Grecia, care, între timp, a reuşit să îndeplinească şi ea criteriile de convergență.

În fine, la 1 ianuarie 2002, euro a fost lansat sub formă de bancnote şi monezi metalice, monedele naționale fiind retrase din circulație (până la 28 februarie 2002).

Dintre țările membre UE care nu participă în prezent la UEM, două (Danemarca şi Anglia) au apelat la ceea ce se numeşte „clauza de non-adoptare" (*opt-out*), iar celelalte (Suedia, cele zece state care au aderat la UE în 2004: Cipru, Estonia, Letonia, Lituania, Malta, Polonia, Republica Cehă, Slovacia, Slovenia şi Ungaria şi cele două state care au aderat în 2007: Bulgaria şi România) nu îndeplinesc încă criteriile de la Maastricht.

În cadrul UEM, există o unică autoritate monetară — „Eurosistemul", denumire folosită pentru a desemna ansamblul format din Banca Centrală Europeană (BCE), cu sediul la Frankfurt, şi băncile centrale naționale ale statelor membre ale UEM.

---

care priveşte evoluția variabilelor privind costurile, prețul, rata dobânzii, raportul de schimb, indicatorii privind finanțele publice.

În vocabularul comunitar, termenul de „convergență" este utilizat pentru a desemna „convergența nominală", în timp ce pentru „convergența reală" se foloseşte termenul de „coeziune".

Trebuie remarcată o particularitate a „criteriilor de convergență": în timp ce, în general, termenul de „convergență" presupune o apropiere de nivelul mediu al indicatorilor unui grup de țări, „Tratatul de la Maastricht" prevede convergența către cele mai bune performanțe. Pe de altă parte, accentul este pus pe „convergența nominală", motiv pentru care „Tratatul de la Maastricht" a fost adesea criticat.

Politica monetară unică este elaborată de „Eurosistem" şi este implementată, într-o manieră descentralizată, la nivelul băncilor centrale naţionale.

Denumirea monedei unice europene, prevăzută în „Tratatul de la Maastricht", a fost „ecu". Pentru francezi, această denumire evoca anumite monede de argint sau de aur utilizate în trecut pe teritoriul Franţei, iar, ca urmare, era agreată. Germania dorea însă modificarea denumirii, deoarece, în limba germană, expresia: „un ecu" (*ein ecu*) are o sonoritate apropiată de expresia *„eine Kuhe"* (o vacă). De aceea, Consiliul European, întrunit la Madrid, în decembrie 1995, a stabilit ca denumirea oficială a monedei unice europene să fie „euro".

Simbolul grafic utilizat pentru euro a fost creat de Comisia Europeană. S-a urmărit ca acest simbol să îndeplinească trei condiţii:

a) să fie uşor de recunoscut şi de asociat cu Europa;

b) să fie uşor de scris cu mâna;

c) să aibă un aspect estetic, plăcut.

Simbolul ales, €, seamănă cu litera „E", tăiată cu două linii orizontale paralele. Acest simbol este inspirat din litera grecească „ε", care aminteşte de leagănul civilizaţiei europene, care a fost Elada, fiind şi prima literă a cuvântului Europa. Liniile paralele simbolizează stabilitatea euro. Prescurtarea oficială a euro este EUR.

Lansarea euro sub formă de numerar a fost pregătită cu multă grijă, fiind însoţită de o amplă campanie mediatică. Deşi numerarul reprezintă doar 6 — 7% din masa monetară a ţărilor din zona euro, autorităţile au fost conştiente de faptul că bancnotele şi monedele în euro constituie primul element concret şi tangibil al unificării europene, care poate fi perceput la nivelul fiecărui cetăţean european. Căci, până la adoptarea monedei unice, elementele apartenenţei la spaţiul european (cele patru libertăţi fundamentale de circulaţie: a bunurilor, serviciilor, capitalurilor şi persoanelor; cetăţenia europeană etc.) erau, toate, mai degrabă abstracte. De aceea, operaţiunea de introducere a euro a fost pregătită foarte bine din punct de vedere tehnic, ceea ce i-a asigurat succesul.

Literatura consacrată problematicii UEM învederează că viabilitatea zonei monetare europene necesită perfecţionarea în continuare a mecanismelor sale de ajustare. In acest cadru, problema cea mai discutată în prezent este cea a

politicii fiscale „federale", bazate pe un buget comunitar extins, care ar trebui să completeze uniunea monetară[1].

O altă provocare importantă pentru UEM este extinderea sa, astfel încât să cuprindă toate țările membre UE, inclusiv pe cele care vor adera în viitor la UE. Rezultă că şi ceilalți membri ai UE, care sunt în prezent în afara zonei euro (Anglia, Danemarca şi Suedia, dintre membri „vechi", precum şi cele 12 state nou intrate în UE), urmează să adere la UEM[2].

1 — Cerna S., *Teoria zonelor monetare optime*, ed. cit., p. 89–95.

2 — Aderarea statelor candidate la UE, participarea lor la SME II şi, ulterior, adoptarea monedei unice depind de îndeplinirea unor criterii obiective şi uniforme, în scopul pregătirii economiilor lor pentru a face față forțelor concurențiale din spațiul european şi asigurării unui tratament nediscriminatoriu.
Pentru detalii, a se vedea şi lucrarea noastră citată mai sus, p. 113–163.

BCU "SIC CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

IV. NATURA MONEDEI

Datată fiind pluralitatea formelor monedei şi diversitatea sistemelor monetare în care aceste forme au fost integrate, o problemă fundamentală a economiei monetare este definirea monedei, adică descrierea printr-o formulă concisă a esenţei comune a multiplelor forme de monedă apărute în cursul timpului.

Răspunsul la întrebarea aparent simplă: „ce este moneda?" nu poate fi dat însă imediat şi într-o formă concisă, deoarece, din cauza acestei debordante diversităţi, există mai multe modalităţi de abordare a problemei. Multitudinea perspectivelor nu constituie însă o raţiune suficientă pentru a evita problema sau a spune pur şi simplu că moneda nu poate fi definită. Dimpotrivă, luarea în considerare a acestei diversităţi permite înţelegerea caracterului multidimensional al instrumentului monetar. Căci, de fapt, diversele abordări existente în doctrină sunt complementare.

În literatura monetară apărută în cursul timpului, există trei modalităţi principale de definire a monedei:

1) abordarea funcţională, prezentă deja la Aristotel cu mai mult de trei sute de ani înainte de Christos, conform căreia moneda se defineşte prin funcţiile pe care le îndeplineşte: intermediar de schimb, unitate (etalon) de calcul şi rezervă de valoare.

2) abordarea conceptuală este focalizată pe ceea ce este moneda, nu pe ceea ce face ea; este vorba, aşadar, a şti ce reprezintă moneda din punct de vedere economic: un bun, un titlu, o formă de avere, o instituţie etc.

3) abordarea formală oferă o viziune mai concretă asupra monedei, în sensul că întocmeşte o listă tehnică a formelor sale actuale, bazată pe anumite definiţii „oficiale" ale masei monetare.

1. Abordarea funcţională

Modalitatea tradiţională de definire a monedei constă în evidenţierea celor trei funcţii esenţiale pe care aceasta le îndeplineşte în procesul schimbului:

1) mijloc de schimb;

2) mijloc de măsură a valorii;

3) mijloc de rezervă.

Abordarea funcţională consideră că aceste trei funcţii tradiţionale sunt suficiente pentru a înţelege rolul pe care moneda îl joacă în economie. Conform acestei abordări, moneda este un mijloc general de schimb, precum şi, frecvent, un mijloc de măsură a valorii şi un mijloc de rezervă.

Această abordare a naturii monedei îşi are originea în opera lui Aristotel. Ea a străbătut secolele şi a rezistat tuturor avatarurilor provocate de apariţia unor noi forme de monedă, constituind şi în prezent abordarea cea mai frecvent adoptată în analizele economice. Trebuie totuşi spus că dezbaterile actuale privesc mai puţin conţinutul acestor funcţii şi mai mult importanţa lor relativă în cadrul triadei funcţionale amintite.

Prin această prismă, cu excepţia poziţiei sincretice, care nu privilegiază nici una din funcţiile amintite, considerând că toate sunt la fel de importante pentru definirea monedei, analiza modernă tinde, de regulă, să acorde preeminenţă funcţiei de mijloc de schimb. Conform acestei concepţii, întâlnite frecvent în literatura recentă, funcţia de mijloc de schimb este atât funcţia originară a monedei, cât şi funcţia sa definitorie în economiile contemporane.

1.1. Funcţia de mijloc de schimb

Funcţia de mijloc de schimb (*tertum permutationis, medium of exchange*) constă în amintita facilitare a tranzacţiilor cu mărfuri generatoare de produs social.

După cum am arătat, absența monedei îngreunează sau chiar împiedică schimbul, căci, pentru a putea avea loc, acesta necesită satisfacerea unei serii întregi de duble coincidențe de voințe (în ceea ce privește obiectele și momentele operațiunii). Or, fără ajutorul monedei, realizarea acestor multiple concordanțe este dificil de realizat.

După cum am arătat în cap. II, §1 *supra*, utilizarea monedei constituie cea mai eficace modalitate de efectuare a tranzacțiilor, mai eficace decât oricare alt mod de organizare a schimbului. Apariția și răspândirea sa modifică întreaga viață economică, transformând sistemul economic în ceea ce se numește „economie monetară".

Caracteristica acestui tip de economie este următoarea formă a circulației mărfurilor:

$$M \rightarrow B \rightarrow M$$

unde:

M — marfă,

B — bani.

Pentru ca marfa-intermediar să devină monedă, este necesar ca aceasta să fie acceptată ca intermediar de schimb general de către toți oamenii, adică să devină un bun care — în mod obișnuit și fără nici un fel de ezitări — este primit de toată lumea în schimbul oricărui alt bun.

Acceptarea generală a intermediarului de schimb specific, care îi conferă acestuia rolul de monedă, este determinată de eficacitatea sa în procesul schimbului.

Rezultă că din punct de vedere economic apariția monedei nu necesită recursul la puterea de constrângere a vreunei autorități politice sau la virtuțile magico-religioase ale vreunui obiect. Asemenea factori au putut, desigur, exista, în mod local și temporar, însă nu sunt suficienți pentru a explica generalizarea la scară planetară a tehnologiei monetare de efectuare a schimbului. Utilizarea pe scară largă a monedei se explică însă foarte bine prin analiza efectuată în termeni de cost-beneficii.

Identificarea monedei prin funcția de intermediar general de schimb este o temă recurentă în analiza analiza monetară. Astfel, această idee se întâlnește la A. Smith, la care moneda este un „instrument universal de comerț", precum și

la numeroşi alţi autori, mai vechi (I. Fisher, K. Wicksell, L. Walras etc.) sau mai noi (P. Davidson, B. Pesek şi T. Saving etc.).

Acestea fiind spuse, trebuie totuşi menţionat că preeminenţa conferită adesea funcţiei de mijloc de schimb în definirea monedei nu înseamnă că alte funcţii monetare tradiţionale pot fi neglijate, ci doar că funcţiile respective nu sunt absolut necesare pentru înţelegerea naturii monedei. Căci, funcţiile respective sunt doar un corolar al acestei funcţii monetare esenţiale, care este funcţia de mijloc de schimb.

Eficacitatea inovaţiei reprezentate de recursul la monedă depinde de cantitatea de monedă. Într-adevăr, dacă moneda este prea abudentă, aceasta se devalorizează; însă, dacă moneda este prea rară, tranzacţiile cu mărfuri se fac cu dificultate, iar creştera volumului comerţului este împiedicată. Altfel spus, dacă volumul schimburilor creşte, cantitatea de monedă trebuie să crească şi ea.

Efectul funcţiei de mijloc de schimb se manifestă însă nu numai prin cantitatea de monedă, ci şi prin viteza sa.

Prin definiţie, *viteza de circulaţiei a monedei este numărul de rotaţii pe care stocul de monedă existent în economie le efectuează într-o perioadă de timp dată (de exemplu, un an).*

Relaţia de calcul este, deci, următoarea:

$$V = \frac{PIB}{M} \qquad (1)$$

unde:

V — viteza de circulaţie a monedei (exprimată sub forma numărului de rotaţii efectuate în unitatea de timp),

PIB — volumul tranzacţiilor, generatoare de produs intern brut, efectuate în perioada de timp de referinţă,

M — masa monetară.

Relaţia (1) arată că o cantitate de monedă care circulă mai rapid prestează aceleaşi servicii economiei ca şi o cantitate de monedă mai mare, dar care se roteşte mai încet.

Din punct de vedere practic, problematica funcţiei de mijloc de schimb are, aşadar, o dublă dimensiune. Pe de o parte, este necesar ca masa monetară să nu fie nici prea mare şi nici prea mică. În cazul în care cantitatea de monedă este

prea mare, se produce o dereglare a schimburilor, deoarece excedentul de monedă duce la creşterea preţurilor şi, deci, la un fals echilibru. În cazul în care cantitatea de monedă este prea mică, unele tranzacţii cu mărfuri nu pot fi efectuate, iar viaţa economică stagnează. Pe de altă parte, este este necesar ca viteza de circulaţie a monedei să fie adecvată, căci o viteză de circulaţie prea mică sau prea mare are aceleaşi consecinţe ca o cantitate de monedă prea mică sau prea mare.

1.2. Funcţia de mijloc de măsură a valorii

A doua funcţie exercitată de monedă în cadrul procesului de schimb este cea de mijloc de măsură a valorii (*tertium comparationis, measure of value*).

Unitatea de calcul folosită în relaţiile economice este comparată adesea cu etalonul de lungime sau cu etalonul de greutate, care se utilizează în fizică pentru măsurarea lungimilor şi, respectiv, a greutăţilor. Analogia este evocatoare, însă, din anumite puncte de vedere, nu este foarte corectă. Căci, lungimile şi greutăţile sunt dimensiuni fizice, obiective şi stabile ale corpurilor solide, pe când valoarea pe care un individ o conferă diverselor bunuri şi servicii este o dimensiune subiectivă şi instabilă. Ca urmare, dacă obiectivitatea mărimilor fizice permite adoptarea unor etaloane de lungime sau de greutate constante, subiectivitatea valorilor economice face ca găsirea unor etaloane invariante să fie mult mai problematică. Propunerile făcute în cursul timpului de unii economişti de a măsura valorile prin muncă, prin utilitatea cardinală sau prin anumite mărfuri-etalon nu s-au impus, practica conscrând procedeul adoptării acestui succedaneu al etalonului de valoare care este unitatea monetară de calcul, element istoric, care a suferit el însuşi multiple prefaceri[1].

Existenţa unei unităţi de calcul uşurează compararea valorii diverselor mărfuri şi, deci, efectuarea tranzacţiilor cu acestea. Din punct de vedere tehnic, această operaţie de comparare permite, înainte chiar de realizarea schimbului, stabilirea mintală a acelor raporturi de schimb dintre bunuri care sunt compatibile unul cu altul. După cum se ştie, aceste raporturi de schimb se

[1] — Este neîndoios că deosebirea dintre unitatea de calcul variabilă cu care operează ştiinţa economică şi etalonul constant cu care se măsoară mărimile fizice constituie una din deosebirile importante dintre ştiinţa economică (şi alte ştiinţe sociale) şi ştiinţele naturii.

numesc preţuri „relative" sau „reale"[1], iar faptul că sunt compatibile între ele înseamnă că sunt preţuri de „echilibru".

Să presupunem cazul simplu al unei economii de schimb în care există trei bunuri: *A*, *B* şi *C*. Teoretic, numărul raporturilor de schimb (preţurilor „relative") care se pot stabili între bunurile respective este dat de formula unei combinări matematice de 3 luate câte 2:

$$C_3^2 = \frac{3!}{2!(3-2)!} = 3 \qquad (2)$$

Într-adevăr, aceste raporturi de schimb sunt: (*A*·*B*) sau (*B*·*A*), (*A*·*C*) şi (*B*·*C*). Să admitem că primele două raporturi sunt cunoscute şi că acestea sunt, de exemplu, *1B/3A* şi *1A/2C*. Pentru a determina cel de-al treilea raport de schimb, (*B*·*C*), astfel încât acesta să fie compatibil cu celelalte două, cea mai bună cale este introducerea unei unităţi de calcul: pornind de la preţul relativ al lui *B* exprimat în *A* ($P_{B/A} = 3$) şi preţul relativ al lui C exprimat în *A* ($P_{C/A} = 1/2$), se face raportul dintre acestea două preţuri relative şi rezultă un nou preţ relativ:

$$\frac{P_{B/A}}{P_{C/A}} = P_{B/C} = \frac{3}{\frac{1}{2}} = 6. \qquad (3)$$

Se observă că preţul relativ al lui *B* exprimat în *C* a fost stabilit prin utilizarea bunului *B* ca bun etalon, ceea ce a permis definirea a 3 raporturi de schimb directe, în condiţiile în care, la început, se cunoşteau doar 2 asemenea raporturi.

Generalizând, într-o economie în care există n bunuri, adoptarea unei unităţi de calcul permite ca, pe baza a $(n-1)$ preţuri relative, să se determine $C_n^2 = \frac{n(n-1)}{2}$ preţuri monetare. Reciproc, adoptarea unui etalon de valoare permite înlocuirea a $\frac{n(n-1)}{2}$ preţuri relative cu $(n-1)$ preţuri monetare, ceea ce simplifică enorm viaţa economică.

De exemplu, în cazul unei economii cu 100 de bunuri, în loc să fie necesară cunoaşterea a 4.950 de preţuri relative, este suficientă cunoaşterea a doar 99

[1] — Spre deosebire de preţurile „monetare", care mai sunt numite şi preţuri „nominale".

prețuri monetare; în cazul a 1.000 de bunuri, numărul prețurilor relative care ar trebui cunoscute este 466.500, iar numărul prețurilor monetare este 999 ş.a.m.d.[1]

În literatură, se face distincție între unitatea de calcul abstractă şi unitatea de calcul concretă, care îmbracă forma unei monede care circulă efectiv în economie, numită de L. Walras „numerar"[2].

În cazul în care unitatea de calcul este un simplu etalon abstract, „monedă de calcul", „monedă fictivă" sau „monedă ideală", cum au numit-o, în stilul lor inimitabil, vechii autorii (J. Bodin, Montesquieu), care se utilizează pentru exprimarea prețurilor bunurilor, dar nu circulă efectiv ea însăşi în economie (livra — în vechiul regim în Franța, guineea — în Anglia, talerul olandez «leul» — în Țările Române, euro sau dolarul — în prezent în România), o modificare a valorii acestui etalon nu poate afecta în nici un mod prețurile relative. Într-adevăr, dacă o țară oarecare, să spunem România, ar decide să folosească stânjenul pentru măsurarea lungimii, toate distanțele ar fi împărțite la 1,96 (1 stânjen=1,96 m), însă raporturile dintre aceste distanțe nu s-ar modifica. Căci, atât metrul, cât şi stânjenul sunt simple convenții, nu bunuri care să fie dorite în sine.

În cazul în care moneda utilizată ca etalon nu este doar o pură abstracție, ci circulă realmente în economie sub forma unui bun (marfă), care, printre cele n bunuri existente, este utilizat ca unitate de calcul, în care sunt exprimate prețurile tuturor celorlalte $(n-1)$ bunuri, decizia economică de a deține moneda întră în competiție cu decizia de a deține alte bunuri. De aceea, agenții economici reacționează într-un mod sau altul la creşterea sau descreşterea cantității de monedă existentă în circulație, ceea ce poate duce la modificarea atât a prețurilor „monetare", cât şi a prețurilor „relative".

În legătură cu problema legăturii dintre monedă şi prețuri, în ştiința economică s-au format în cursul timpului două mari curente de gândire:

1) concepția neutralității monedei;

2) concepția non-neutralității monedei.

1) Concepția neutralității monedei se întâlneşte la economiştii clasici şi neoclasici, care consideră că creşterea cantității de monedă existentă în economie nu

---

[1] — În practica economică actuală, atunci când se vorbeşte despre prețuri, se au în vedere, în mod obişnuit, prețurile „monetare", iar, ca urmare, complicațiile care ar rezulta din existența unui sistem de prețuri „reale" mult mai numeroase sunt complet ignorate.

[2] — Walras L., *Elements d'economie politique pure*, 1874, republic., Sirey, 1952.

modifică preţurile relative. Altfel spus, agenţii economici îşi cheltuiesc stocurile de monedă suplimentare pe care le deţin în mod concomitent şi egal pe pieţele tuturor bunurilor, cea ce face ca toate preţurile existente în economie să crească în aceiaşi proporţie. În modul acesta, deşi toate preţurile monetare (nominale) cresc, preţurile relative (reale) rămân neschimbate.

2) Concepţia non-neutralităţii monedei este împărtăşită de economiştii keynesieni şi neokeynesieni, care consideră că moneda influenţează atât preţurile monetare (nominale), cât şi preţurile relative (reale). Conform demonstraţiei reprezentanţilor acestui curent de gândire, creşterea stocurilor de monedă deţinute de agenţii economici determină, în primul rând, creşterea preţurilor (cursurilor) activelor financiare şi, deci, scăderea ratei dobânzii. Or, această scădere a ratei dobânzii favorizează, la rândul său, creşterea investiţiilor şi achiziţionarea de factori de producţie, ale căror preţuri cresc mai mult ca alte preţuri, făcând, astfel, ca agenţii economici să-şi revizuiască poziţiile de vânzător sau de cumpărător pe care le adoptă pe pieţele diverselor bunuri. În modul acesta, se modifică nu numai preţurile monetare (nominale), ci şi preţurile relative (reale) ale mărfurilor, iar moneda apare ca un factor activ al dezvoltării economice.

În acest context, deşi în limbajul curent noţiunea de „numerar" se foloseşte, în general, într-un sens asemănător cu noţiunea de „unitate de calcul", în limbajul ştiinţific, inspirat de marele economist neoclasic L. Walras[1], prima noţiune amintită înseamnă mai mult decât o unitate de calcul; în mod riguros, „numerarul" înseamnă o monedă efectivă, care, eventual, este ea însăşi o marfă folosită în producţie sau consum.

După cum am arătat, preţurilor monetare stabilite cu ajutorul unei unităţi de calcul sunt preţuri de echilibru. Acest echilibru este un echilibru *ex ante*, care trebuie,

---

1 — Léon Walras este un economist elveţian de origine franceză, care a trăit între anii 1834–1910, fiind considerat de J. Schumpeter „cel mai mare economist". (Schumpeter J., *History of Economic Analysis*, 1954, p.827).
Walras a descris echilibrul general al unei economii cu concurenţă perfectă şi a încercat să demonstreze că acest echilibru este optim, în sensul că permite ocuparea deplină a tuturor factorilor de producţie: întreaga populaţie activă şi tot capitalul existent. Ca urmare, într-o asemenea stare de echilibru, cererea sovabilă este integral satisfăcută.
Această idee a fost criticată de Keynes şi de alţi economişti de orientare keynesiană, dar şi de numeroşi economişti liberali, îndeosebi cei din şcoala austriacă (C. Menger, F. von Wieser, E. von Böhm-Bawerk, F. Hayek etc.).

deci, confirmat *ex post* prin realizarea efectivă a tranzacțiilor respective. Însă, efectuarea propriu-zisă a tranzacțiilor implică un anumit cost, ceea ce înseamnă că folosirea unei unități de calcul pentru determinarea sistemului de prețuri de echilibru este mai avantajoasă decât folosirea în același scop a schimbului efectiv, deoarce evită costul inerent acestuia din urmă. Şi, de fapt, acesta este motivul pentru care, în diverse perioade, se recurge la o monedă care serveşte doar pentru calcul, nu şi pentru efectuarea propriu-zisă a tranzacțiilor.

Pe de altă parte, cu toate că adoptarea unei unități de calcul se poate face independent de faptul că moneda respectivă circulă sau nu în mod efectiv, este evident că un bun care serveşte ca mijloc de schimb va fi natural utilizat şi ca mijloc de măsură a valorii, mai ales pentru tranzacțiile simultane sau apropiate în timp. Deoarece este dificil sau indezirabil a stabili cu anticipație un anumit decalaj între tranzacții, moneda aflată realmente în circulație începe să fie folosită ca mijloc general de măsură a valorii, iar aceasta chiar şi pentru evalurile făcute în momente de timp îndepărtate. Ca urmare, în mod obiectiv, cele două funcții tind să se suprapună. Şi, de altfel, se constată că, de cele mai multe ori, una şi aceiaşi monedă îndeplineşte ambele funcții: mijloc de schimb şi mijloc de măsură a valorii.

Rezultă că, începând cu un anumit grad de complexitate a economiei, echilibrul schimburilor se realizează, de fapt, prin ambele funcții menționate. Funcția de mijloc de măsură a valorii permite, în principal, să se ştie dacă sistemul de schimburi este determinat, respectiv dacă are o soluție ce corespunde unei stări de echilibru. În cazul în care o asemnea soluție există, funcția de mijloc de schimb permite ca starea de echilibru respectivă să fie realizată cu costurile cele mai mici. Altfel spus, utilizarea unei unități de calcul este importantă mai ales prin prisma realizării echilibrului *ex ante* al procesului de schimb, pe când folosirea unei anumite monede în efectuarea propriu-zisă a tranzacțiilor este importantă pentru obținerea echilibrului *ex post*.

1.3. Valoarea monedei

Metrul poate fi folosit pentru măsurarea lungimilor pentru că posedă el însuşi dimensiunea care urmează a fi măsurată; de asemenea, kilogramul poate măsura greutățile pentru că are el însuşi greutate (standard) ş.a.m.d. Tot aşa,

pentru ca moneda să poată măsura valoarea, este necesar ca ea însăşi să aibă valoare.

După cum am arătat, în condiţiile utilizării diverselor forme actuale de monedă-simbol (monedă de hârtie, monedă scripturală etc.), „valoarea" monedei este, de fapt, „putere de cumpărare" (a bunurilor şi serviciilor). Ca urmare, această dimensiune a monedei depinde de preţurile mărfurilor şi serviciilor tranzacţionate în economie. De exemplu, dacă o unitate naturală (kilogram, metru, litru, bucată etc.) de bun A valorează 2 unităţi monetare, valoarea (puterea de cumpărare) a monedei este ½ A.

Valoarea monedei, exprimată în raport cu un anumit bun, este, aşadar inversul preţului monetar al bunului respectiv.

Determinarea valorii monedei în raport cu toate bunurile existente în economie este însă o operaţie mult mai dificilă. În practică, în acest scop, se utilizează un eşantion („coş") reprezentativ de bunuri, în care fiecare bun este inclus într-o anumită cantitate, care exprimă ponderea bunului respectiv în cadrul tranzacţiilor efectuate în perioada de referinţă. „Coşul" de bunuri este, de fapt, un bun compozit, care are el însuşi un anumit preţ, P, egal cu media ponderată a preţurilor monetare ale bunurilor componente. Acest preţ, P, se numeşte „nivelul absolut (general) al preţurilor" sau, pe scurt, „nivelul preţurilor".

Relaţia de calcul a nivelului general al preţurilor este următoarea:

$$P = \sum_{i=1}^{n} p_i g_i,\ p_i = (p_1, p_2, \ldots, p_n) \qquad (4)$$

unde:

P - nivelul general al preţurilor,

p_i - preţurile monetare,

g_i - ponderile (exprimate în procente).

Valoarea relativă (puterea de cumpărare) a monedei în raport cu bunurile este dată de inversul nivelului preţurilor, $1/P$.

Trebuie totuşi spus că evoluţia preţurilor exprimă în mod corect evoluţia valorii monedei doar în cazul în care amintitul bun compozit rămâne nemodificat în cursul timpului. Or, aceasta presupune că atât structura „coşului", cât şi preţurile relative ale bunurilor care îl alcătuiesc rămân aceleaşi.

Într-adevăr, în cazul în care, de exemplu, jumătate din preţurile monetare ale bunurilor incluse în „coş" cresc într-o anumită proporţie, iar cealaltă jumătate scad în aceiaşi proporţie, mărimile medii, P şi $1/P$, rămân nemodificate, însă puterea de cumpărare a agenţilor economici care vând bunurile respective se modifică. În consecinţă, măsurarea valorii monedei cu ajutorul unor mărimi medii, de tipul nivelului general al preţurilor şi al diverşilor indici ale acestuia, este destul de relativă.

Din această cauză, Keynes a propus măsurarea valorii monedei prin raportare la un bun al cărui raport de schimb cu moneda este cel mai stabil în timp: munca. Într-adevăr, un element esenţial al teoriei economice keynesiene este teza că, în economiile contemporane, rata salariului nominal (monetar) este o mărime constantă. O consecinţă a acestei teze este ideea că preţul muncii (salariul) constituie etalonul de măsură comun atât pentru valoarea bunurilor, cât şi pentru valoarea monedei. Rata salariului poate servi ca referenţial universal, deoarece, în calitatea sa de formă de remunerare a muncii, salariul este un factor care intră în costul şi, deci, în preţul oricărui bun, iar valoarea monedei este un reflex al valorii bunurilor.

Ca urmare, în loc de exprimarea valorii monedei prin mărimea $1/P$, este posibilă exprimarea sa prin mărimea $1/w$, unde w este rata salariului.

În practică, metoda care prevalează totuşi este exprimarea valorii monedei cu ajutorul nivelului preţurilor, P.

În ceea ce priveşte variaţia valorii monedei, aceasta se exprimă uzual cu ajutorul ratei inflaţiei, π, care se calculează sub forma unui indice de preţuri de tipul:

$$\pi = \frac{dP}{dtP} \tag{5}$$

unde, pe lângă notaţiile anterioare:

π - rata inflaţiei,

t - perioada de referinţă.

Cu toate acestea, analiza keynesiană a valorii monedei are unele aplicaţii în analiza economică modernă, cum ar fi, teoria inflaţiei prin costuri sau conceptul de „curbă Phillips", cu ajutorul căruia se exprimă legătura dintre rata inflaţiei şi rata salariului.

1.4. Funcția de mijloc de rezervă

Funcția de mijloc de rezervă (*store of value*) constă în transferul în timp al valorii, proces ce este impus de amintita disociere temporală şi spațială a actelor de schimb.

Deşi funcția de mijloc de rezervă nu este esențială pentru definirea monedei, deoarece există multe alte mijloace de păstrare a valorii, unele chiar mai bine adaptate acestui rol, cum ar fi titlurile (acțiuni, obligațiuni etc.), terenurile, clădirile etc., economia monetară modernă conferă un rol deosebit aspectului respectiv[1].

Aserțiunea că moneda îndeplineşte funcția de mijloc de rezervă corespunde însă la două abordări oarecum diferite, în funcție de sensul mai tare sau mai moale conferit noțiunii de „mijloc de rezervă".

Astfel, în sens tare, moneda este un mijloc de rezervă, deoarece poate fi păstrată, la fel ca alte bunuri de capital, pentru a constitui patrimoniul sau portofoliul agenților economici. Într-adevăr, păstrarea de monedă este un comportament rațional al oricărei persoane precaute, dar şi al unui speculator, care speră că aprecierea viitoare a monedei pe care o deține îi va aduce un câştig. De asemenea, pot exista situații în care perspectivele oferite de deținerea altor mijloace de rezervă apar ca fiind mai puțin interesante, ori mai riscante decît cele ale deținerii de monedă. În fine, agenții economici pot constitui rezerve monetare pentru cazul în care ar deveni necesară o cumpărare imprevizibilă de bunuri sau pentru orice motiv de ordin psihologic, cum ar fi, credința în producerea unor evenimente viitoare sau aşteptarea unor informații suplimentare, care le-ar permite să opereze pe piața unui anumit bun. În toate aceste cazuri, moneda este o „punte" între prezent şi viitor.

Deținerea monedei conferă protecție posesorului împotriva fluctuațiilor prețurilor bunurilor materiale sau financiare (acțiuni, obligațiuni etc.). Într-adevăr, când prețurile (cursurile) acestor forme de avere scad, cel care deține monedă este în câştig, însă când prețurile respective cresc, el suferă o pierdere. Pentru ca moneda să-şi îndeplinească bine această funcție, este necesar, aşadar, ca valoarea sa (puterea sa de cumpărare) să fie constantă, altfel spus, trebuie ca prețurile practicate în economie să fie stabile.

---

[1] — Cf. &2.2. *infra*.

Trebuie totuşi spus că, în afara acestui caz particular, moneda nu este o rezervă de valoare ideală. Astfel, spre deosebire de alte plasamente, deţinerea monedei nu aduce dobândă sau aduce o dobândă foarte mică,. În plus, valoarea capitalului deţinut în formă monetară se depreciază în funcţie de ritmul inflaţiei[1]. În economiile moderne, există, deci, puţine stimulente pentru a deţine moneda ca atare. Or, aceasta înseamnă că chiar dacă este păstrată un timp, aceasta se întâmplă mai mult pentru că moneda este un mijloc de schimb ce poate fi utilizat ulterior pentru cumpărarea de bunuri şi servicii, decât pentru că este o rezervă de valoare în sens tare.

Sensul moale reflectă această relativitate a motivelor deţinerii monedei. În acest al doilea sens, moneda este un mijloc de rezervă, deoarece este deţinută temporar, dar nu ca element constitutiv al unui anumit patrimoniu, ci ca „mijloc de schimb viitor". Sau, după cum a spus inspirat M. Friedman, într-un articol publicat în anul 1969, împreună cu A. Schwartz, „moneda este un adăpost temporar al puterii de cumpărare"[2].

În acest sens moale, funcţia de mijloc de rezervă este, deci, un corolar al funcţiei de mijloc de schimb, deoarece existenţa funcţiei de mijloc de schimb ca atare este cea care face ca chiar dacă moneda este deţinută de agenţii economici, deţinerea sa să fie doar temporară.

Prin această prismă, constituirea stocurilor de monedă, implicată de utilizarea unui intermediar general de schimb, este cauzată de nesincronizarea încasărilor şi plăţilor (veniturilor şi cheltuielilor). Această nesincronizare este echivalentul monetar (financiar) al separării schimbului în două acte, care nu coincid în timp şi spaţiu: vânzarea şi cumpărarea. Decalajul poate fi determinat, în mod obiectiv, de factori tehnici, ori se poate produce în mod subiectiv, din motive ce ţin de dorinţele, gusturile şi preferinţele agenţilor economici, incluzând aici şi dorinţa acestora de a reduce costurile de informare generate de necesitatea realizării amintitei duble coincidenţe în timp a voinţelor.

Funcţia de mijloc de rezervă este, deci, reflectarea, într-o formă lipsită de dimensiune temporară, a funcţiei de mijloc de schimb, care este o funcţie ce se manifestă în timp (dinamică). Prima funcţie amintită se manifestă la un moment

---

[1] — Creşterea nivelului general al preţurilor determină scăderea puterii de cumpărare a monedei, iar, ca urmare, inflaţia apare ca un fel de impozit asupra deţinerii de monedă.

[2] — Friedman M., Schwartz A., *The Definition of Money*, Journal of Money, Credit and Banking, 1969.

de timp dat, iar, ca urmare, se măsoară prin mărimi economice cu caracter de „stoc" (cantitățile de monedă deținute de agenții economici), pe când cea de a doua se manifestă într-un interval de timp, iar, ca urmare, se măsoară prin mărimi cu caracter de „flux" (volumul tranzacțiilor efectuate de agenții economici).

Indiferent de sensul tare sau moale conferit noțiunii de „mijloc de rezervă", această funcție monetară presupune că moneda este deținută de agenții economici şi că, deci, este reflectată de stocurile de monedă existente asupra acestora. Or, după cum vom arăta în cap. X *infra*, stocurile de monedă sunt expresia a ceea ce se numeşte „cererea de monedă".

Înseamnă că între noțiunea de „mijloc de rezervă" şi noțiunea de „cerere de monedă" există o legătură conceptuală directă, iar studierea uneia revine în mare măsură la studierea celeilalte. Or, noțiunea de „cerere de monedă" este unul din principalele instrumente conceptuale şi analitice utilizate în studiul fenomenelor monetare, ceea ce face ca funcția de mijloc de rezervă să ocupe un loc important în analiza monetară modernă, deşi nu constituie o funcție monetară prin excelență.

1.5. Alte funcții ale monedei

Conform abordării funcționale, cele trei funcții tradiționale ale monedei (mijloc de schimb, mijloc de măsură a valorii şi mijloc de rezervă) sunt suficiente pentru precizarea locului, rolului şi importanței factorului monetar în mecanismul economic.

În literatură, s-a exprimat însă şi părerea că — fără a ieşi din cadrul logicii funcționale — pot fi învederate şi alte aspecte ale utilizării monedei, pe care amintita triadă funcțională nu le evidențiază suficient.

În acest context, funcția de mijloc de schimb este înlocuită uneori cu funcția de mijloc de plată, iar triada funcțională: mijloc de schimb, mijloc de măsură a valorii şi mijloc de rezervă este depăşită prin delimitarea între funcțiile monetare exercitate în spațiu şi funcțiile exercitate în timp.

1) Funcția de mijloc de plată (*standard of deferred payments*) constă în utilizarea monedei pentru stingerea tuturor datoriilor, nu numai a celor legate direct de schimbul de mărfuri (impozite, taxe, contribuții etc.), precum şi pentru

stingerea obligațiilor la termen (născute din vânzarea-cumpărarea mărfurilor pe credit, din operațiuni bancare, bursiere etc.) şi, în general, a oricăror obligații pecuniare.

Prin această prismă, moneda este mijlocul universal de stingere a datoriilor, indiferent de natura acestora (comerciale, financiare, fiscale etc.).

După unii autori, funcția de mijloc de plată este mai relevantă pentru definirea monedei decât funcția de mijloc de schimb, deoarece este mai generală decât aceasta din urmă[1]. Această funcție reflectă faptul că moneda este esențialmente un instrument a cărui finalitate economică este să confere deținătorului un mijloc de eliberare de datorii.

În calitatea sa de mijloc de stingere a datoriilor, moneda are anumite caracteristici, care o deosebesc de alte modalități de stingere a datoriilor (novația, prescripția etc.). Astfel, moneda este un mijloc de plată obligatoriu, universal, valabil într-un spațiu dat şi în mod instantaneu.

Moneda este un mijloc de stingere a datoriilor obligatoriu, deoarece creditorul nu o poate refuza şi pretinde altceva. Caracteristica de universalitate înseamnă că moneda este un mijloc de stingere a oricărui tip de datorii, adică unul general şi neafectat unui anumit tip de utilizări[2]. Această generalitate nu este însă una absolută, căci, în lumea actuală, moneda nu circulă decât în cadrul unui anumit spațiu monetar propriu, care se identifică, de regulă, cu teritoriul național[3].

Însuşirile monedei de a fi mijloc de plată obligatoriu şi universal sunt, aşadar, relative, deoarece depind de cadrul reprezentat de ceea ce sociologia monetară numeşte „comunitate de plăți" (*Zahlgemeinschft*).

În fine, acest miloc de stingere a datoriilor este instantaneu, deoarece produce efecte imediate: în momentul în care debitorul remite suma monetară datorată creditorului, datoria sa se stinge pentru totdeauna, fără ca cineva să se aştepte să se mai întâmple ceva.

---

1 — Renversez F., *Elements d'Analyse Monetaire*, Dalloz, Paris, 1995, p.4.

2 — Această trăsătură constituie deosebirea dintre monedă şi alte mijlocae de stingere a datoriilor (jetoane, bonuri de cumpărare, vauchere, tichete etc.), care sunt şi acestea mijloace de stingere a datoriilor, dar cu afectație specială. În mod evident, tichetul de metrou, de exemplu, joacă acest rol doar într-o lume sau o comunitate a călătorilor pe acest mijloc de transport.

3 — Principalele excepții sunt reprezentate de monedele internaționale (dolarul SUA, DST-ul emis de FMI) şi de cele care aparțin unei uniuni monetare (euro).

Cu toate acestea, funcția de mijloc de plată prezintă aspecte asemănătoare cu funcția de mijloc de schimb. Astfel, ambele funcții reflectă faptul că necesitatea unei plăți (decontări) provine din existența unui schimb, deşi natura prestației şi a contraprestației implicate de tranzacția respectivă pot fi foarte diferite (a da sau a promite cedarea un anumit bun; a presta un anumit serviciu; etc.). Funcția de mijloc de plată reflectă mai mult aspectul juridic şi contabil al fenomenului monetar, evidențiind puterea liberatorie a monedei, cu alte cuvinte, capacitatea sa de a pune capăt (lichida) raporturilor juridice născute din vânzare-cumpărare. Astfel, în contabilitatea națională, moneda națională este constituită de „ansamblul mijloacelor de plată utilizate pe teritoriul țării".

În ceea ce priveşte definirea monedei, interesul pe care îl prezintă această perspectivă juridic-contabilă este totuşi redus, deoarece, definiția la care se ajunge în modul acesta este circulară. Într-adevăr, noțiunea de „mijloc de plată" presupune existența datoriilor şi a creanțelor libelate în monedă, ceea ce înseamnă că definiția respectivă este tautologică[1].

Lucrurile stau la fel şi în cazul expresiei mai precise de „miloc de plată ultim", utilizată de C. Goodhart[2], al cărei sens este echivalent cu cel al noțiunii de „mijloc general de schimb". Într-adevăr, în ambele cazuri, noțiunile respective subliniază faptul că există instrumente de efectuare a tranzacțiilor foarte apropiate de monedă, dar care nu sunt mijloace de plată de ultimă instanță, respectiv, nu sunt intermediar de schimb general, şi care, deci, la rigoare, nu trebuie confundate cu moneda. Acesta este cazul, de exemplu, al efectelor comerciale (trate, bilete la ordin etc.), care, deşi pot fi folosite ca mijloace de plată, respectiv, ca mijloace de schimb, deoarece circulă foarte uşor prin gir (andosare), pot fi refuzate de parteneri. De fapt, spre deosebire de credit, moneda, chiar dacă se naşte din operațiunile de creditare, trebuie să aibă un anumit grad de acceptabilitate şi, deci, de generalitate.

2) O altă funcție complementară a monedei este funcția de mijloc de finanțare a economiei. Această funcție este sugerată şi de noțiunea de „credit", care, în măsura în care este asociată cu moneda — ceea ce nu este întotdeauna cazul — evidențiază faptul că mijlocul de schimb poate fi totodată un mijloc de finanțare, care anticipând valorile ce urmează a fi realizate, proiectează funcția de mijloc de schimb în viitor.

---

[1] — Mises L., *Human Action: A Treatise on Economics*, ed. cit., p.34 şi urm.

[2] — Goodhart C., *Money, Information and Uncertainty*, MacMillan, Londres, 1975.

Expresia concretă a funcției de mijloc de finanțare este faptul că orice agent economic care vrea să intre pe piață trebuie să dispună de o cantitate suficientă de monedă sau de capacitatea de a-şi procura cantitatea de monedă respectivă. Afirmația este valabilă deopotrivă pentru piața bunurilor de consum şi pentru piața mijloacelor de producție, oricare ar fi condițiile de echilibru macroeconomic adiacente.

Astfel, din punct de vedere macroeconomic, se poate spune că veniturile realizate finanțează consumul şi permit economisirea, iar economiile finanțează investițiile. Din punct de vedere monetar, se poate afirma însă că moneda este mijlocul cu care se finanțează toate genurile de cheltuieli, indiferent dacă acestea sunt cheltuieli de consum, de investiții, fiscale, financiare (cumpărări de titluri ca mijloc de plasare a economiilor) etc.

Într-adevăr, în economiile contemporane, veniturile se realizează în principal în formă monetară, iar efectuarea cheltuielilor de consum, investiții etc., necesită acumularea prealabilă a banilor necesari în acest scop. Aceşti bani pot fi obținuți prin transfer, realizat cu diverse titluri, de la alți agenți economici: salariile plătite de intreprinderi procură monedă angajaților, care o folosesc apoi pentru cumpărarea de bunuri de consum; prin cumpărarea de bunuri de consum, populația transferă din nou intreprinderilor o parte din banii respectivi; cumpărările de titluri efectuate de cei care economisesc (investitori) procură moneda necesară intreprinderilor care emit titlurile respective ş.a.m.d.

Însă, aceasta nu înseamnă că moneda are doar rolul de mijloc de schimb al bunurilor. Căci, moneda poate fi obținută şi dintr-o nouă emisiune, nu numai prin transfer de la alți agenți economici, iar această monedă nouă, care, tocmai din cauza faptului că este nouă, nu reprezintă nici un bun, are puterea de a cumpăra bunuri la fel de bine ca şi moneda deja existentă în circulație.

În economiile contemporane, moneda nouă este creată de sistemul bancar în urma cererilor de credite care îi sunt adresate de sectoarele nebancare (intreprinderi, populație etc.). Rolul băncilor constă, deci, în finanțarea creşterii economice prin punerea în circulație a unei noi cantități de monedă, care este creată prin activități bancare specifice, al căror efect este, *inter alia*, crearea de mijloace de plată suplimentare.

În concluzie, moneda este mijlocul de schimb şi de plată cu caracter universal, a cărui deținere reprezintă condiția *sine qua non* pentru a putea

efectua cheltuieli. Din acest punct de vedere, moneda este un factor de libertate: libertatea pentru posesor — producător sau consumator, individ sau instituție — de a alege între bunurile şi serviciile de toate felurile care îi sunt oferite pe piață în perioada curentă, respectiv între aceste bunuri şi servicii şi cele care îi vor fi oferite în perioadele următoare. Într-o lume care se bazează pe producția şi schimbul de mărfuri, realizate în regimul juridic al proprietății private şi în care, de aceea, deciziile economice se adoptă în mod descentralizat (economie de piață), oricine este liber să obțină orice, cu condiția să aibă bani. Toți ceilalți pot fi la fel de liberi, dar sunt cu adevărat liberi numai în măsura în care au bani[1].

Fără îndoială, şi în această privință sunt introduse adesea anumite restricții. În timp de război sau, uneori, chiar în timp de pace, ca în economiile comuniste, s-au cerut, pe lângă bani, tichete de raționalizare [2]. Aceste tichete sunt, de fapt, autorizații de consum, eliberate pe cale administrativă, în funcție de nevoile prezumate ale consumatorilor şi de posibilitățile producătorilor, de considerente ideologice, politice ş.a.m.d. Însă, asemenea restricții, care reduc rolul normal al monedei, sunt excepționale, intervenind numai în perioade de dificultăți economice.

Avînd în vedere pluralitatea funcțiilor monedei, unii autori[3] încearcă să depăşească triada funcțională amintită, operând o clasificare a acestora în funcții exercitate în spațiu şi funcții exercitate în timp.

Funcțiile manifestate în spațiu sunt funcția de mijloc de măsură a valorii şi funcția de mijloc de schimb, care facilitează determinarea şi realizarea echilibrului static al schimburilor. Funcțiile manifestate în timp sunt funcția de mijloc de mijloc de rezervă, care corespunde conservării valorii create în trecut şi funcția de mijoc de finanțare, care permite anticiparea viitorului. Acestea din urmă două funcții facilitează determinarea şi realizarea echilibrului dinamic al schimburilor, făcând ca moneda să fie un factor de legătură între prezent şi viitor.

---

1 — Acesta este faptul la care se referă Dostoievski, care nu era economist, dar care, în *„Amintiri din casa morților"*, scria că banii sunt „libertatea întruchipată".

2 — De aceea, economiile socialiste au fost numite „economii de penurie". (Kornai J., *The Socialist System. The Political Economy of Communism*, Princeton University Press, Princeton, 1993). În România ceauşistă, de exemplu, o serie de produse de bază (unt, zahăr, ulei, carne, benzină etc.) erau cartelate.

3 — De ex., Bramoulle G., Augey D., *Economie monetaire*, Dalloz, Paris, 1998, p.15-16.

Rezultă că, prin ambele categorii de funcții, moneda este un element inconturnabil al înțelegerii evoluției economice.

2. Abordarea conceptuală

Analiza funcțiilor monedei se ocupă de ceea ce face aceasta în cadrul sistemului economic-social. Un asemenea demers este, desigur, important, deoarece permite o bună înțelegere a specificului factorului monetar, însă nu este complet, deoarece nu oferă un răspuns la întrebarea: ce este moneda ca atare? De aceea, abordarea funcțională trebuie completată printr-o abordare conceptuală, susceptibilă să releve noi aspecte ale monedei şi, deci, să permită formarea unei viziuni mai corecte asupra naturii acesteia.

Abordarea conceptuală cuprinde trei concepții cu privire la monedă:

1) moneda ca bun;
2) moneda ca activ;
3) moneda ca instituție.

2.1. Moneda ca bun

Ideea că moneda este un bun (sau un serviciu) economic la fel ca oricare altul are avantajul că plasează problematica naturii monedei pe terenul teoriei economice generale. În modul acesta, devine posibilă aplicarea şi în domeniul monetar a instrumentelor conceptuale şi analitice utilizate în teoria economică generală, cum ar fi, teoria valorii, analiza cererii şi ofertei etc., ceea ce face ca economia monetară (*Monetary Economics*) să poată fi considerată un capitol particular al ştiinței economice generale (*Economics*).

Conform acestei abordări, moneda este o marfă specială, care s-a desprins spontan din lumea mărfurilor pentru a îndeplini rolul de mijlocitor al schimbului, etalon general al valorii şi rezervă de valoare.

Punerea în modul acesta a problemei implică examinarea caracteristicilor generale şi apecifice ale monedei ca bun economic.

2.1.1. Moneda ca marfă specială

În cazul în care un bun îndeplineşte funcţiuni monetare, este posibil ca, pe lângă utilizarea monetară, bunul respectiv să fie utilizat şi în alte scopuri. În acest caz, în economie există, aşadar, pe de o parte, lumea mărfurilor obişnuite, iar pe de altă parte, o marfă specială, separată spontan de lumea celorlalte mărfuri, care îndeplineşte rolul de monedă (monedă-marfă)[1]. De exemplu, metalele preţioase — aurul şi argintul —, utilizate multă vreme ca mijloc de schimb, au fost în acea perioadă monedă-marfă, deoarece erau utilizate şi în scopuri nemonetare (podoabe, în industrie etc.). În prezent, această situaţie nu mai există, căci metalele preţioase au fost între timp demonetizate, iar, ca urmare, în economiile contemporane se găsesc numai monede-simbol. Într-adevăr, procesul de inovare financiară, care are loc în economiile moderne, a creat o serie de produse financiare, ale căror caracteristici le fac foarte potrivite pentru a fi utilizate ca mijloc de schimb, fenomen facilitat şi mai mult de posibilitatea transferului electronic şi de conversiunea lor uşoară în monedă. La fel ca odinioară metalele preţioase, produsele financiare respective au o dublă utilizare — financiară şi monetară —, iar ca urmare pot fi considerate şi ele „monedă-marfă".

Or, moneda-marfă ridică o problemă generală, şi anume modul de determinare a „preţului" monedei exprimat în alte bunuri, respectiv, modul de formare a puterii de cumpărare (valorii de schimb) a mijlocului de schimb.

În cazul monedei-simbol, acest „preţ" se formează simplu prin acţiunea cererii şi ofertei de monedă, însă, în cazul monedei-marfă, lucrurile sunt mai complicate. Astfel, în cazul monedei-marfă, cererea de monedă-marfă are două componente: o cerere monetară, determinată de utilizarea mărfii respective ca instrument de schimb şi o cerere nemonetară, determinată de utilizarea sa ca marfă. Or, separarea valorii de schimb monetare de valoarea de schimb nemonetară este imposibilă. Tot aşa, este imposibilă izolarea cererii monetare de cererea nemonetară faţă de marfa respectivă.

O soluţie la această problemă este oferită de „teorema regresiei", formulată de L. von Mises, care spune că cererea monetară este determinată de valoarea de schimb pe care a avut-o marfa respectivă înainte de a avea o utilizare

[1] — Noţiunea de „marfă" este folosită aici în sensul său economic precis de „produs al muncii destinat schimbului prin intermediul vânzării-cumpărării".

monetară[1]. Aceasta, deoarece cererea monetară actuală depinde de preţul din trecut al monedei-marfă, care este influenţat de cerea monetară de dinaintea sa, care depinde de preţul anterior ş.a.m.d., regresia oprindu-se în momentul în care marfa în cauză a făcut pentru prima dată obiectul unei cereri monetare, moment în care cererea monetară nu a depins decât de valoarea de schimb nemonetară de dinainte.

În ceea ce priveşte importanta caracteristică exclusivă a monedei, care constă în faptul că cererea manifestată faţă de ea în momentul t_i depinde de preţul din momentul t_{i-1}, aceasta se explică prin natura fluxului de servicii prestat de monedă: mijloc de schimb. Căci, această natură specială este elementul care face ca, în general, fluxul de servicii prestat de unitatea monetară să se modifice în timp în funcţie de preţul monedei[2].

Teorema regresivă se aplică şi puterii de cumpărare a monedei, care, în modul acesta, se explică şi ea prin acţiunea cererii şi ofertei.

2.2.2. Moneda ca bun nematerial

În cazul în care moneda este considerată un bun material, cu o natură comparabilă cu cea a altor bunuri, transpunerea în domeniul monetar a instrumentelor conceptuale şi analitice tradiţionale ale ştiinţei economice, bazate pe conceptele de „cerere" şi „ofertă", nu prezintă, aşadar, dificultăţi deosebite.

Însă, acesta nu este singurul caz posibil. După cum am arătat, încercarea de minimizare a costurilor de tranzacţionare a condus la utilizarea unor mijloace de schimb din ce în ce mai adecvate în raport cu necesităţile practicii, iar această continuă inovare a generat un proces istoric de dematerializare a monedei. De la scoici, sare şi animalele din antichitate la moneda de hârtie, moneda de cont şi moneda electronică din zilele noastre, inovaţiile intervenite în tehnologia monetară relevă o evoluţie constantă în sensul transformării monedei într-un simbol din ce în ce mai abstract.

De fapt, costurile de producţie aferente monedei-simbol nu sunt nici ele nule, ci de natură diferită: aceste costuri sunt implicate de câştigarea încrederii. Într-adevăr, pentru ca un element nematerial să poată îndeplini rolul de

---

[1] — Mises L., *Human Action: A Treatise on Economics*, ed. cit., p. 97 şi urm.

[2] — Besek B., Saving T., *Money, Wealth and Economic Theory*, MacMillan, Londres, 1967, p. 183.

intermediar general de schimb, acceptat de toți indivizii în schimbul propriilor lor bunuri, este necesar ca acest element să se bucure de încredere. Şi, desigur, este sarcina persoanei care oferă elementul nematerial respectiv în schimbul diverselor produse să câştige această încredere.

Factorul „încredere" este cel care explică faptul că indivizii acordă monedei o valoare independentă de substanța sa fizică, iar înțelegerea acestui fapt a dat naştere la amintita denumire de „monedă fiduciară" (*fiat money*). După unii autori, această denumire ar trebui folosită pentru desemnarea tuturor formelor de monedă-simbol şi chiar a tuturor formelor de monedă, nu numai a bancnotei, aşa cum se procedează tradițional[1].

Din punct de vedere istoric, elementele constitutive ale „încrederii" sunt diverse şi variate, deoarece țin de tradiții, obiceiuri, valori, instituții etc. Din punct de vedere economic, elementele respective sunt sintetizate de avantajele tranzacționale superioare pe care le conferă o monedă de bună calitate.

2.1.3. Moneda ca prestatoare de servicii

Tratarea monedei ca bun presupune încadrarea acesteia în una din cele două mari categorii de bunuri economice:

1) bunuri de consum;

2) bunuri de producție.

Conform curentului neoclasic, reprezentat îndeosebi de D. Patinkin şi de M. Friedman, moneda nu se încadrează în mod direct în nici una din aceste două categorii de bunuri, însă serviciile pe care ea le prestează pot fi asimilate formal cu serviciile aduse de bunurile de consum sau de bunurile de producție. De altfel, problema care se pune nu este de a opta pentru una sau alta din aceste două similarități, ci de a reține una din ele ca fiind valabilă pentru populație, iar alta, pentru intreprinderi.

Astfel, în cazul în care serviciile pe care le aduce deținerea de monedă sunt asimilate cele ale deținerii de bunuri de consum, serviciile respective depind de cantitatea de monedă deținută (în termeni reali, nu nominali). Ca urmare, moneda intră ca argument în funcțiile de utilitate ale agenților economici (consumatori):

---

[1] — Ruffini P., *Les Theories Monetaires*, Seuil, Paris, 1996, p. 45.

$$U = f(C_i, M/P) \tag{6}$$

unde:

U — utilitatea,

C_i — cantități de bunuri de consum, $i = 1,2,...,n$,

M — cantitatea nominală de monedă deținută,

P — nivelul general al prețurilor,

M/P — valoarea reală a stocurilor de monedă deținute.

Pornind de aici, se poate determina cererea de monedă corespunătoare punctului de maxim al funcției de utilitate (1), printr-o metodă asemănătoare cu cea prin care se determină cererea de bunuri. Este vorba, aşadar, despre o aplicare în domeniul monetar a teoriei consumatorului.

În cazul în care serviciile aduse de monedă sunt asimilate cu serviciile prestate de factorii de producție, moneda poate fi tratată formal ca un factor de producție şi introdusă într-o funcție de tip Cobb-Douglas[1]. Astfel, cantitatea reală de monedă deținută de agenții economici (intreprinderi) intră în funcțiile lor de producție în acelaşi mod ca factorul „muncă" sau factorul „capital":

$$Y = F(K, L, M/P) \tag{7}$$

unde:

Y — producția,

K — capitalul,

L — munca,

M/P — valoarea reală a stocurilor de monedă deținute.

Cu ajutorul ecuației (7), cererea de monedă poate fi determinată prin aceiaşi metodă ca cererea de alți factori de producție: maximizarea profitului în cadrul restricțiilor reprezentate de funcțiile de producție ale agenților economici. De această dată, este vorba, deci, despre aplicarea în domeniul monetar a teoriei comportamentului producătorilor.

Tratarea monedei ca element prestator de servicii este interesantă prin generalizările pe care le permite şi prin clarificările pe care le aduce cu privire la natura monedei, însă rămâne destul de formală şi de limitată. Într-adevăr,

[1] — Procedeul este utlizat, de exemplu, de D. Levhari şi D. Patinkin (*The Role of Money in a Simple Growth Model*, American Economic Review, september, 1968).

BCU "LUCIAN BLAGA" CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

formalizarea serviciilor aduse de monedă acoperă concepții destul de diferite cu privire la conținutul acestor servicii şi nu permite (întotdeauna) trasarea unei frontiere clare între serviciile respective şi cele aduse de alte bunuri. Asimilarea propusă este, de fapt, o echivalare pură şi simplă, care, deşi relevă anumite aspecte ale naturii monedei, dă naştere unor dificultăți interpretative în legătură cu altele.

Astfel, în logica acestei concepții, este foarte greu de definit conceptul de „venit". Într-adevăr, conform celor arătate, venitul apare ca fiind sporul de utilitate şi/sau producție rezultat din serviciile pe care le aduce moneda, ceea ce constituie o definiție neuzuală a acestei noțiuni, folosite pe scară largă într-o accepțiune total diferită nu numai în ştiința economică formalizată, ci şi în vorbirea de toate zilele.

În fine, cu toate că această concepție asupra naturii monedei permite formalizări riguroase ale cererii de monedă, ea nu contribuie cu nimic la explicarea ofertei de monedă. Or, o asemenea asimetrie cognitivă învederează limitele acestei abordări.

2.1.4. Moneda ca bun public

Analiza ofertei de monedă depinde în mai mare măsură de modul de încadrare a monedei într-o altă importantă clasificare a bunurilor cu care operază ştiința economică:

1) bunuri private;

2) bunuri publice.

Într-adevăr, în funcție de această din urmă încadrare, oferta de monedă poate fi atribuită, pe baza unor argumente economice, pieței sau statului.

Dezbaterea referitoare la caracterul privat sau public al elementului monetar poate părea surprinzătoare, deoarece, în mentalul colectiv actual, moneda şi statul sunt strâns legate. Însă, această asociere între monedă şi stat este moştenirea unei istorii destul de recente şi nu este deloc obligatoriu ca lucrurile să stea întotdeauna aşa. Iar unele reforme ale mecanismului creației monetare, efectuate în perioada contemporană, cum ar fi, modificarea statutului unor bănci centrale, emisiunea monedei unice europene (euro) etc., au readus în actualitate problematica legăturii dintre monedă şi stat.

În ştiinţa economică modernă, noţiunea de „bun public" (bun colectiv, bun de consum colectiv) are două definiţii.

Prima este cea dată de P. Samuelson, după care *„un bun este «public», dacă are două caracteristici tehnice, şi anume de a fi la dispoziţia tuturor membrilor unei colectivităţi, chiar dacă este furnizat unuia singur (criteriul non-rivalităţii) şi de a nu fi posibilă excluderea vreunui individ de la folosinţa sa (criteriul non-exclusivităţii)"*[1].

A doua definiţie se întemeiază pe conceptul de „externalitate": *„un bun este «public», dacă presupune externalităţi pozitive pe care piaţa nu le poate internaliza"*. Cu alte cuvinte, un bun „public" crează interdependenţe avantajoase între agenţii economici, pe care piaţa ca atare nu le reflectă şi nu le poate reflecta.

În pofida terminologiei lor diferite, cele două definiţii sunt echivalente, deaorece bunul „colectiv" în accepţiunea lui Samuelson nu este altceva decât expresia unei „externalităţi pozitive", care nu poate fi „internalizată".

Noţiunea de bun „public" — definită într-una din modalităţile de mai sus — poate fi aplicată şi monedei.

Într-adevăr, o monedă deţinută de un singur individ nu prezintă nici un interes; dimpotrivă, fiecare individ beneficiază cu atât mai mult de serviciile unei monede cu cât aceasta este utilizată de cât mai mulţi alţi indivizi. În mod paradoxal, larga acceptabilitate a unei monede depinde de...larga sa acceptabilitate[2].

Această proprietate nu este totuşi suficientă pentru încadrarea monedei în categoria bunurilor publice. Căci, deşi este adevărat că o monedă este cu atât mai atractivă cu cât este mai larg răspândită, acest lucru este valabil şi pentru numeroase bunuri private: o marcă de maşină, de exemplu, este cu atât mai uşor de întreţinut, cu cât este mai răspândită, având în vedere numărul mai mare de ateliere de reparaţii care există într-un asemenea caz[3].

Aplicarea criteriilor samuelsoniene este mai precisă. Într-adevăr, se poate considera că adoptarea unui mijloc general de schimb determină reducerea costurilor de informare şi de tranzacţionare pentru toată lumea, fără ca cineva să poată fi exclus de la acest avantaj, ceea ce înseamnă că moneda îndeplineşte criteriul non-exclusivităţii. De asemenea, ca mijloc de calcul, moneda poate fi

---

[1] — Samuelson P., *The Pure Theory of Public Expenditure*, Review of Economics and Statistics, 1954.

[2] — Tullock G., *Competing Monies*, Jurnal of Money, Credit and Money and Banking, vol. 7, November, 1975, p. 491-497.

[3] — O asemenea legătură între calitate şi răspândire se întâlneşte în cazul cuvintelor. De altfel, între limbaj şi monedă există şi alte asemănări.

utilizată de oricine ca bază a contractelor pe care le încheie, fără ca pentru aceasta să fie necesară deținerea monedei în care este exprimat contractul respectiv, ceea ce înseamnă că moneda satisface criteriul non-rivalității[1].

Tot așa, prin prisma conceptului de „externalitate", se poate spune că moneda are o „productivitate socială" mai mare decât suma utilităților individuale; ea generează „externalități pozitive" de informare și de tranzacționare, ai căror beneficiari nu pot fi identificați în mod strict[2].

Indiferent de definiția utilizată, se poate, deci, spune că moneda îndeplinește criteriile definitorii ale unui bun public.

Cu toate acestea, în ceea ce privește serviciile aduse de monedă în calitatea sa de mijloc de schimb, s-a observat, pe bună dreptate, că o anumită cantitate de monedă prestează serviciile respective exclusiv posesorului, deoarece nu permite decât acestuia să-și procure bunuri, excluzându-i pe toți ceilalți. Cu alte cuvinte, cei care nu au monedă sunt într-o situație de „rivalitate" cu cei care o au, deoarece primii nu se pot bucura de avantajele pe care le presupune deținerea de monedă[3].

Este adevărat că între „optimalitatea privată" și „optimalitatea publică" rezultate din folosirea unui mijloc de schimb nu există divergență, deoarece de reducerea costurilor de tranzacționare beneficiază, virtual, toată lumea. Însă, beneficiarii efectivi pot fi identificați în mod precis: ei sunt indivizii care participă realmente la procesul schimbului.

Rezultă că, deoarece fluxul de servicii legate de funcția de mijloc de schimb depinde de valoarea reală a cantităților de monedă deținute, iar deținerea de monedă este o problemă privată a unor agenți economici identificabili, mijlocul general de schimb nu este un bun „public" (de consum colectiv).

Această concluzie a dus la formularea unei soluții de mijloc originale, și anume disocierea funcției de mijloc de schimb de funcția de mijloc de calcul și tratarea primei ca având caracterul unui bun privat, iar celei de-a doua ca având caracter de bun public[4]. Conform acestei concepții, pe lângă argumentul

---

1 — Kindleberger C., *Standarts as Public, Collective and Private Goods*, Kyklos, vol. 36, nr. 3, 1983, p. 377-395.

2 — Brunner K., Meltzer A., *The Uses of Money: Money in the Theory of Exchange Economy*, American Economic Review, vol. 61, December,1971, p. 784-805.

3 — Selgin G., White L., *How Would The Invisibile Hand Handle Money?*, Journal of Economic Literature, vol. 32, nr. 4, December, 1994, p. 1718-1749.

4 — Yeager L., *Stable Money and Free Market Currencies*, Cato Journal, vol. 3, nr. 1, 1983.

inițial, formulat de C. Kindleberger, trebuie avut în vedere faptul că adoptarea unui mijloc de calcul pune la dispoziția indivizilor un (nou) referențial, ceea ce înseamnă că le furnizează o informație. Cu alte cuvinte, mijlocul de calcul este un „substitut" (echivalent) al informației, iar pentru că informația este un bun „public", moneda de calcul este şi ea un bun „public".

Această interpretare suscită însă şi anumite critici. După cum arată R. Vaubel[1], raționamentul:

„Informația este bun public,
Mijlocul de calcul este echivalent al informației,
Mijlocul de calcul este bun public".

este mai degrabă un sofism, decât un silogism. Căci, premisa majoră este extrem de discutabilă: informația poate fi un bun public, dar poate fi foarte bine şi un bun privat.

În plus, a afirma că ceva este un „substitut" al unui bun public nu este suficient pentru a spune că acest ceva este un bun public autentic.

În ceea ce priveşte faptul că oricine se poate referi la mijlocul de calcul, aceasta este adevărat, însă ține de caracterul abstract al funcției respective, care, după cum am arătat, poate nici să nu fie întruchipată în vreun bun. Într-adevăr, nu bunul-mijloc de calcul („numerarul" — în accepțiunea lui Walras) este cel care satisface criteriul „non-rivalității", ci doar calitatea sa de mijloc de calcul. Or, la fel ca orice calitate, aceasta poate transcede criteriul cu ajutorul căreia este definită. Asimilarea mijlocului de calcul cu un bun public este, deci, consecința unui *quiproquo*, care confundă calitatea unui bun cu bunul ca atare.

Rezultă că tratarea monedei ca bun ridică o serie de probleme. În esență, problemele respective provin din faptul că noțiunea de „bun" se referă, în mod implicit, la un element material, fiind, deci, puțin potrivită în condițiile dematerializării monedei, fenomen caracteristic epocii contemporane.

2.2. Moneda ca activ

Moneda deținută de un agent economic este un element al averii sale. Într-adevăr, deoarece îndeplineşte funcția de mijloc de rezervă, moneda intră în

[1] — Vaubel R., *The Government's Money Monopoly: Externalities or Natural Monopoly*, Kyklos, vol. 37, nr. 1, 1984, p. 27-58.

patrimoniul agenților economici alături de activele financiare şi de activele reale, chiar şi atunci când este deținută doar în mod temporar. Ca urmare, moneda poate fi considerată un activ „monetar".

Conform acestei abordări, *moneda este activul care poate fi folosit imediat şi fără dificultăți ca mijloc de schimb, mijloc de plată, mijloc de rezervă etc., şi care, de aceea, are cea mai mare lichiditate.*

Această concepție a fost expusă pentru prima dată de J. M. Keynes, fiind apoi reluată şi dezvoltată de autorii neoclasici (D. Patinkin, M. Friedman) şi ajungând să fie dominantă în lucrările economice apărute după cel de-al doilea război mondial.

Succesul abordării monedei ca activ se explică în mare parte prin posibilitățile pe care această concepție le crează pentru aplicarea în domeniul monetar a calculului economic, a teoriei jocurilor, a teoriei selectării portofoliului optim şi a altor instrumente analitice ale ştiinței economice moderne. Or, acest transfer de cunoştințe a deschis noi perspective explicării fenomenului aparent irațional al deținerii de monedă de către agenții economici.

Abordarea „patrimonială" a problematicii naturii monedei prezintă totuşi un aspect paradoxal. Într-adevăr, constatarea frecventă a faptului că activul monetar se substituie cu uşurință cu alte active şi că această însuşire se bazează pe funcția monedei de mijloc de rezervă în sens tare duce la o serie de concluzii care nu sunt specific monetare. Aceasta, deoarece, după cum am arătat, funcția amintită nu este o funcție monetară prin excelență.

Cu alte cuvinte, concepția că moneda este un activ permite evidențierea caracterului său de formă a avuției, însă nu este suficientă pentru înțelegerea naturii monedei, deoarece necesită luarea în considerare a faptului că activul monetar este mijloc universal de schimb. Căci, fără această însuşire fundamentală, moneda nu se mai distinge cu nimic de alte active. Iar alte criterii distinctive propuse în cadrul acestei concepții, cum ar fi, cel al absenței dobânzii aduse deținătorului sau cel al lichidității, revin, în ultimă instanță, la recunoaşterea caracterului de mijloc de schimb al activului monetar.

2.2.1. Moneda ca avere

Pentru un individ care deține diverse genuri de active (reale, financiare, monedă), toate aceste active sunt în mod evident avere. Însă, această aserțiune,

valabilă în mod evident la nivel microeconomic, nu mai este la fel de clară la nivel macroeconomic. Într-adevăr, la scară globală, activele reale (bunuri de producție și bunuri de consum durabile) participă la avuția națională, însă nu și activele financiare. Căci, acestea din urmă (acțiuni, obligațiuni etc.) sunt creanțe pentru deținătorii lor, însă constituie totodată datorii de o valoare echivalentă pentru emitenții titlurilor respective. Ca urmare, cu excepția cazului în care emitenții sunt nerezidenți, activele financiare sunt creanțe compensate prin datorii și, deci, nu reprezintă avuție la nivel macroeconomic.

În ceea ce privește moneda, tratarea acesteia ca activ presupune încadrarea sa într-una din cele două categorii de active menționate, operațiune care are serioase implicații teoretice și analitice. Astfel, din punct de vedere teoretic, modul în care se face încadrarea amintită determină pertinența unui concept cu rol explicativ esențial în economia monetară modernă: „efectul disponibilităților băneşti reale" (efectul Pigou).

Din punct de vedere analitic, avuția națională este o variabilă determinantă a relațiilor macroeconomice și este, deci, esențial a se ști dacă stocul de monedă intră sau nu în compoziția sa.

Fenomenul desemnat cu ajutorul acestui concept a fost descris pentru prima dată de A. C. Pigou[1], ca răspuns la diagnosticul pesimist pus de Keynes capitalismului, după care acest sistem social-economic este condamnat la șomaj cronic, din cauza insuficienței cererii globale. Potrivit lui Pigou, moneda este avere, iar, ca urmare, disponibilitățile băneşti deținute de agenții economici generează un proces de reechilibrare automatic. Acest proces este declanșat de faptul că agenții economici încearcă să mențină constant raportul dintre valoarea reală a stocurilor lor de monedă, M/P, pe de o parte, și cererea lor de bunuri de consum și de bunuri de producție, $C+I$, pe de altă parte. Ca urmare, în cazul în care cererea globală, $C+I$, este insuficientă, nivelul general al prețurilor tinde să scadă, ceea ce duce la creșterea valorii reale a stocurilor de monedă, M/P. Pentru a menține raportul constant, agenții economici își vor spori cererea, $C+I$, compensând, astfel, insuficiența inițială.

Conceptul de „efect Pigou" se bazează, așadar, pe ideea că creșterea valorii reale a disponibilităților băneşti ale agenților economici, M/P, sporește averea lor și că, simțindu-se mai bogați, aceștia vor consuma și vor investi mai mult.

---

[1] — Pigou A. C., *The Classical Stationary State*, Economic Journal, 1943, p. 343.

Or, după cum a arătat M. Kalecki[1], „efectul Pigou" este incompatibil la nivel macroeconomic cu tratarea monedei ca un activ financiar, respectiv ca un activ care un efect pozitiv pentru deținător (creanță), compensat de un efect negativ pentru emitent (datorie). Într-adevăr, dacă este conceput ca un activ financiar, activul monetar nu se pretează la mecanismul de autoreglare desemnat cu ajutorul conceptului de „efect Pigou", deoarece creşterea valorii reale a stocului de monedă, determinată de o scădere a preţurilor, nu înseamnă creşterea valorii totale a avuţiei: moneda este emisă în contrapartidă cu creditele acordate de bănci intreprinderilor şi populaţiei, ceea ce face ca, la nivel macroeconomic, câştigurile obţinute de deţinătorii de monedă să fie anulate de pierderile echivalente ale băncilor debitoare.

Conştienţi de valabilitatea acestei critici, economiştii americani J. G. Gurley şi E. S. Shaw[2] au propus surmontarea sa prin adoptarea ipotezei că există o asimetrie între comportamentele deţinătorilor şi ale emitenţilor de monedă. Astfel, autorii citaţi disting două tipuri de monedă, în funcţie de caracteristicile instituţionale ale emitentului-debitor:

1) „moneda internă" (*inside money*) — emisă de sistemul bancar privat;

2) „moneda externă" (*outside money*) — emisă de stat[3].

În ceea ce priveşte sistemul bancar privat, se poate presupune că, privit în ansamblul său, acesta se comportă ca o unitate de decizie economică raţională, ceea ce înseamnă că reacţionează la fel ca indivizii la creşterea angajamentelor sale. Ca urmare, se poate considera că analiza lui Kalecki se aplică doar la „moneda internă", care este o veritabilă „creanţă-datorie", asimilabilă întrutotul activelor financiare. Spre deosebire de aceasta, statul poate fi presupus ca fiind insensibil la nivelul angajamentelor sale, ceea ce face ca aşa-zisa „monedă externă" să apară, la nivel macroeconomic, ca un activ net, asimilabil, deci, activelor reale şi susceptibil, din această cauză, să constituie suport pentru mecanismul de autoreglare desemnat cu ajutorul conceptului de „efect Pigou".

Ideea că există o deosebire semnificativă între modul în care reacţionează la modificările intervenite în valoarea reală a datoriei lor, pe de o parte, statul, iar pe de altă parte, sectorul privat şi că această deosebire face ca, în cazul monedei

---

[1] — Kalecki M., *Professor Pigou on the Classical Stationary State – A Comment*, Economic Journal, 1944.

[2] — Gurley J. G., Shaw E. S., *Money in a Theory of Finance*, Washington, 1960, p. 72-73.

[3] — Se observă că aici termenii de „intern" şi „extern" se referă la sistemul economic propriu-zis, nu la teritoriul ţării.

emise în contraparte la datoria publică (moneda externă), să se manifeste caracterul de avuție netă (efectul Pigou) este dominantă în prezent în literatură.

Clivajul „monedă internă"-„monedă externă" face din activul monetar un element hibrid, care uneori este inclus în definiția avuției naționale, iar alteori nu. Or, moneda este un element fungibil, iar, ca urmare, delimitarea amintită are utilitate operațională limitată. Iar aceasta, cu atât mai mult cu cât există unele argumente şi pentru teza că, la nivel macroeconomic, activul monetar este avuție netă, indiferent de caracteristicile instituționale ale emitentului său.

Astfel, după cum arată B. Pesek şi T. Saving[1], nici aşa-zisa „moneda internă" nu este, de fapt, un cuplu creanță-datorie, deoarece nu este purtătoare de dobândă. Băncile nu operează o compensare între achiziționarea de active rentabile şi moneda lipsită de dobândă pe care o emit în contrapartidă. Este adevărat că ele obțin un flux de venit net din activele pe care le achiziționează, însă acesta nu îşi regăseşte echivalentul la nivelul „datoriei" (angajamentelor) lor monetare, deoarece deținătorilor de „monedă internă" nu li se plăteşte dobândă.

Rezultă că monetizarea datoriei bancare crează — fără nici o dezutilitate compensatoare — o utilitate care ține de serviciile pe care „moneda internă" le prestează în calitatea sa de monedă. În plus, aceste servicii sunt identice cu cele prestate de „moneda externă", iar, dacă valoarea stocului de monedă este evaluată pe baza acestui flux de servicii, atât „moneda internă", cât şi „moneda externă" reprezintă avuție netă (care nu este însă egală cu suma valorilor lor nominale).

Aceste argumente, general admise la ora actuală, arată că nu este posibilă, pe de o parte, tratarea monedei ca o veritabilă datorie şi asimilarea activului monetar cu un activ financiar, iar pe de altă parte, înlăturarea concomitentă atât a criticii lui Kalecki la adresa conceptului de „efect Pigou", cât şi a pledoariei făcute de Gurley şi Shaw pentru acest concept.

Tratarea monedei ca formă a averii lasă, aşadar, deschisă problema modului de delimitare a activului monetar de alte active.

2.2.2. Moneda ca activ nepurtător de dobândă

Ideea că activul monetar se deosebeşte de alte active prin faptul că nu este purtător de dobândă impune explicarea acestei caracteristici proprii monedei.

[1] — Pesek B., Saving T., *Money, Wealth and Economic Theory*, MacMillan, Londres, 1967, p. cap. 6.

Una din cele mai importante explicații a acestei însuşiri a monedei este cea oferită de J. Hicks[1], după care factorul care permite emitenților de monedă să evite cheltuielile financiare aferente emisiunii concurențiale de active nemonetare este structura lor oligopolistă sau monopolistă. Această explicație nu este însă suficientă, deoarece se bazează pe o ipoteză instituțională discutabilă, care nu este valabilă, de exemplu, pentru monedele internaționale. De asemenea, interpretarea amintită nu permite înțelegerea motivelor pentru care agenții economici acceptă să dețină un activ nepurtător de dobândă, în pofida faptului că au la dispoziție alte active mai avantajoase.

Abordarea patrimonială consideră că aceste motive țin, de regulă, de reducerea riscurilor create de incertitudine, diminuare pe care deținerea activului monetar o permite, spre deoasebire de alte active, a căror valoare este incertă. Pentru aceasta, este necesar însă ca valoarea capitalizată a activului monetar să fie certă.

Rezultă că indiferent de faptul că este sau nu purtător de dobândă, criteriul care permite încadrarea unui activ în categoria activelor monetare sau nemonetare este caracterul cert sau incert al randamentului activului respectiv.

Cu toate acestea, problema definirii monedei nu este soluționată, ci înlocuită prin cea a definirii noțiunii de „certitudine". Or, problema definirii noțiunii de „certitudine", în general, şi în materie de valoare capitalizată (randament), în particular, rămâne ea însăşi deschisă. Căci, după cum arată chiar autorul citat, „certitudinea" mărimii economice respective este o „certitudine" manifestată în termeni monetari, ceea ce înseamnă că, pentru ca activul monetar să poată fi recunoscut ca atare, este necesar ca, în prealabil, elementul cu rol de mijloc de calcul să fie definit în mod independent.

În altă ordine de idei, acest criteriu este pertinenet doar într-un cadru de anticipare extrem de particular, caracterizat prin anticipații „perfecte" cu privire la prețuri şi anticipații „imperfecte" cu privire la evoluția randamentelor activelor. Căci, dacă anticipațiile agenților economici cu privire la prețuri nu se realizează, există pierderi sau plusuri de valoare neaşteptate, aferente stocului de monedă, iar nici un activ nu are valoare certă; tot aşa, dacă evoluția ratelor randamentelor activelor este perfect previzibilă, ar însemna că toate activele sunt active „monetare".

---

[1] — Hicks J., *Critical Essays in Monetary Theory*, ed. cit., p. 19.

Rezultă că, în optica abordării patrimoniale, *„activul monetar este acel activ care nu aduce dobândă"*. Explicația cea mai convingătoare a acestui fapt este cea propusă de D. Laidler, după care moneda este un activ *„ușor realizabil și relativ fără risc"*[1]. Însă, această explicație nu poate face abstracție de abordarea funcțională a monedei: ea presupune nu numai că acest activ este preschimbabil în alte active, ori măcar că este ușor preschimbabil, ci și că este preschimbabil cu cvasi-certitudine, adică oricând, oriunde și oricui. Or, un asemenea rezultat nu se poate obține fără ca activul respectiv să fie un mijloc de schimb general. Cu alte cuvinte, tratarea monedei ca un activ care nu aduce dobândă este o modalitate — utilizată frecvent în practică — de a regăsi calitatea de mijloc de schimb, însă nu aduce în plus nimic esențial cu privire la natura monedei.

2.2.3. Moneda ca activ lichid

Un alt criteriu de delimitare a activului monetar este cel al lichidității. Noțiunea de „lichiditate" a fost consacrată de către J. M. Keynes, care, în celebra sa lucrare: *„Teoria generală a folosirii mâinii de lucru, a dobânzii și a banilor"*[2], afirmă că activul monetar se deosebește de alte active prin gradul său de lichiditate. Conform acestei concepții, moneda este *„avuție lichidă prin excelență"*[3]. În modul acesta, noțiunea de „monedă" este înlocuit cu noțiunea de „lichiditate", conceptul de „cerere de monedă" devine „preferință pentru lichiditate", iar activele pot fi clasificate în funcție de gradul lor de lichiditate.

Fundamentată teoretic de către Keynes, această concepție a fost consacrată de practicieni, care au folosit-o pentru a elabora diverse clasificări tehnice ale activelor monetare și cvasi-monetare[4].

Cu toate acestea, înlocuirea noțiunii de „monedă" cu noțiunea de „lichiditate" nu face decât să reducă problema definirii „monedei" la cea a definirii „lichidității". Or, după cum arată J. Hicks[5], aceasta din urmă noțiune este și mai vagă decât noțiunea de „monedă". Iar dacă semnificația sa este

---

[1] — Laidler D., *The Definition of Money*, Journal of Money, Credit and Banking, 1969, p. 511.

[2] — Keynes J. M., *Teoria generală a folosirii mîinii de lucru, a dobînzii și a banilor*, Editura științifică, București, 1970.

[3] — Idem p. 247.

[4] — De ex., autorii „Raportului Radcliffe", apărut în Anglia în anul 1959, membrii „Comisiei privind moneda și creditul", creată în SUA în 1964, autorii nomenclaturii agregatelor monetare din diverse țări etc.

[5] — Hicks J., *Liquidity*, Economic Journal, 1962, p. 789.

cercetată atent, se constată că noțiunea de „lichiditate" se confundă cu cea de „mijloc de schimb".

Într-adevăr, noțiunea de „lichiditatea" este ea însăşi extrem de relativă. După cum se observă din figura de mai jos, aplicarea sa presupune trasarea unei frontiere în evantaiul lichidităților şi adoptarea prezumției că tot ceea ce este mai lichid decât norma respectivă este monedă, iar tot ce este mai puțin lichid nu este monedă. Or, locul prin care trece această frontieră este stabilit întotdeauna mai mult sau mai puțin arbitrar.

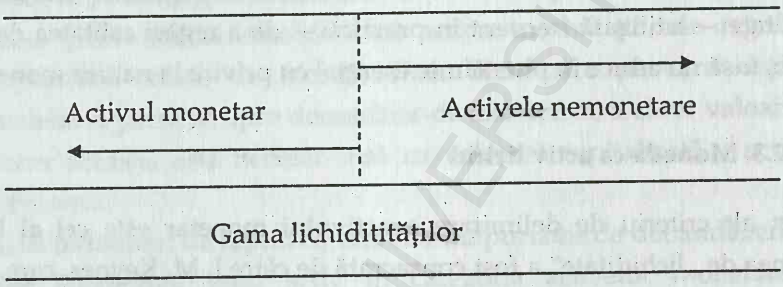


Figura nr. 1: Modul de definire a monedei ca activ lichid

Trebuie spus că, în ceea ce îl priveşte, Keynes era conştient de această relativitate, deoarece arată că linia de demarcație între activul monetar şi alte active poate fi trasată în orice punct, în funcție de cerințele tratării diverselor probleme particulare[1]. Însă, după cum arată A. Metlzer[2], o asemenea relativitate conduce la o definiție a monedei care este nu numai arbitrară, ci şi nerelevantă, din moment ce toate activele au o anumită lichiditate.

Definiția lichidității cel mai des folosită este cea dată de Keynes într-o altă lucrare fundamentală a sa, întitulată: *„Tratat de monedă"*[3]. Conform acestei definiții, *lichiditatatea este posibilitatea unui activ de a fi „realizat în mod cert, imediat şi fără pierderi"*[4]. Or, termenii acestei definiții sunt aproape identici cu cei utilizați de D. Laidler pentru a explica faptul că moneda este un activ nepurtător de dobândă, conducând la aceleaşi rezultat: în ambele cazuri, problema sensului expresiei: „realizare certă" rămâne deschisă. Căci, dacă

[1] — Keynes J. M., *Teoria generală a folosirii mîinii de lucru, a dobînzii şi a banilor*, ed. cit., p. 188.
[2] — Metlzer A., *Money, Intermediation and Growth*, Journal of Economic Litterature, 1969, p. 29.
[3] — Keynes J. M., *A Treatise on Money*, MacMillan, Londres, 1930.
[4] — Idem, vol.II, p. 67.

„realizare" înseamnă obținerea de monedă în schimbul activului respectiv, atunci noțiunea de „monedă" nu poate fi definită cu ajutorul noțiunii de „lichiditate", deoarece definirea acesteia din urmă presupune că definiția monedei este deja cunoscută. Iar dacă „realizarea certă" înseamnă obținerea oricărui alt activ în schimbul activului respectiv, atunci activul „lichid prin excelență" este un „mijloc de schimb general".

Se dovedeşte, astfel, încă odată, că tratarea monedei ca un activ nu poate evita referirile la funcția de mijloc de schimb, care ea este funcția monetară prin excelență. Cu toate acestea, concepția respectivă are meritul că permite evidențerea faptului că moneda este o formă a averii şi că atât funcția de mijloc de schimb, cât şi lichiditatea sunt însuşiri ce pot fi avute în grade diferite.

2.3. Moneda ca instituție

Ideea că moneda este, în esență, un mijloc de schimb presupune existența unui sistem de schimb particular, caracteristic „economiei monetare". Acest sistem de schimb, cu regulile sale de organizare şi funcționare, constituie ceea ce în ştiința economică modernă se numeşte „instituție": *un ansamblu de practici comune, de reguli şi de norme, care condiționează acțiunile şi interacțiunile indivizilor*[1]. În general, analiza economică a instituțiilor îşi propune, *inter alia*, explicarea economică a apariției şi evoluției regulilor în cauză.

Cu tot interesul actual pe care îl suscită tratarea în termeni economici a comportamentelor umane în general, problematica respectivă nu este nouă, ci se regăseşte la şcoala istorică germană, la şcoala austriacă, la noua şcoală instituționalistă americană etc. În ceea ce priveşte moneda, această abordarea poate fi atribuită fondatorului şcolii austriece, C. Menger[2].

Oferind o interpretare „catalactică"[3] noțiunii de mijloc de schimb, abordarea instituțională a monedei nu este opusă abordării funcționale, ci o

---

[1] — Se observă că acest sens este diferit de cel cu care cuvântul „instituție" este utilizat cel mai adesea în limbajul comun = organ sau organizație (de stat) care desfăşoară activități cu caracter social, cultural, administrativ etc.

[2] — Menger C., *Principles of Economics*, 1871, trad. engl.: Dingwall J., (ed.), New York University Press, 1981.

[3] — „Catalactica" este ştiința care studiază fenomenele pieței, cu toate rădăcinile, ramificațiile şi consecințele lor. (Mises L., *Human Action: A Treatise on Economics*, ed. cit., p. 233).

completează în mod extrem de fertil din punct de vedere intelectual şi operaţional. Căci, în această interpretare, caracteristica instituţională esenţială a monedei este faptul că nu poate fi ruptă de piaţă. Această caracteristică se explică prin originea monedei şi prin rolul pe care aceasta îl are în viaţa economică. De aceea, analiza dimensiunii instituţionale a monedei permite o mai bună înţelegere a modului de funcţionare şi evoluţiilor recente ale a economiilor monetare contemporane.

2.3.1. Originea instituţiei monetare

Analiza pe care C. Menger o face emergenţei instituţiei monetare se aseamănă cu prezentarea obişnuită a dezvoltării istorice a schimbului, care duce în mod obiectiv la apariţia mijlocului de schimb[1].

Există totuşi două deosebiri importante între analiza lui Menger şi prezentarea tradiţională a dezvoltării schimbului de mărfuri. În primul rând, în loc să insiste asupra caracteristicilor fizice ale bunurilor susceptibile a fi selecţionate ca mijloc de schimb, Menger accentuează caracteristicile lor comerciale, îndeosebi capacitatea acestora de a fi schimbate pe alte bunuri (*saleability*). În al doilea rând, el explică apariţia mijlocului de schimb ca un proces organic de creare a unei instituţii, a cărui caracteristică este naşterea instituţiei respective prin acţiunea umană spontană, fără a exista neaparat un proiect premeditat în acest scop.

Astfel, la Menger — ca, de altfel, şi la Wicksell —, recursul la schimbul indirect şi, deci, la utilizarea unui mijloc de schimb, sunt impuse în mod obiectiv de natura descentralizată a procesului de schimb. Această organizare descentralizată, caracteristică economiei de piaţă, este cea care face ca, pe măsura dezvoltării pieţelor, bunurile ale căror proprietăţi comerciale sunt mai intense, să se dovedească a fi intermediarii de schimb cei mai avantajoşi. Acceptabilitatea acestor bunuri în calitate de mijloc de schimb se bazează pe capacitatea lor de a fi schimbate pe alte bunuri, iar generalizarea acestei acceptabilităţi este un fenomen social, ce se naşte din procesul natural de imitare de către unii indivizi a comportamentelor de succes ale semenilor lor.

În modul acesta, mijloacele de schimb apar ca fiind strâns legate de funcţionarea pieţelor, condiţionând, la rândul lor, dezvoltarea economiei de piaţă.

---

[1] — A se vedea cap. II, &1 *supra*.

Funcționarea piețelor presupune existența unor drepturi de proprietate depline și transferabile în mod absolut liber, iar, ca urmare, unii economiști consideră că, de fapt, *moneda este de un drept de proprietate, general acceptat în procesul de schimb*[1].

Fiind, în esență, o instituție specifică pieței, moneda nu poate fi creată prin decret. Astfel, pe linia de gândire a lui Turgot[2], după care moneda apare independent de orice convenție între indivizi și de orice lege impusă de autorități, Menger subliniază că oamenii sunt conduși de propiul lor interes — fără nici o înțelegere prealabilă, fără constrângeri legislative și fără să aibă în vedere interesul general — spre crearea instituției monetare, care facilitează, în cadrul economiei de piață, coordonarea acțiunilor și interacțiunilor individuale. Se regăsește, astfel, ideea lui A. Smith despre acțiunea „mâinii invizibile" și totodată se ilustrează în mod strălucit teza lui F. Hayek despre emergența ordinii ca rezultat al evoluției adaptive[3].

Concepția instituțională a monedei este împărtășită de principalii reprezentanți ai școalii austriece (C. Menger, E. von Böhm-Bawerk, F. von Wieser, L. von Mises, F. Hayek etc.), precum și de numeroși alți economiști (M. Aglietta și A. Orlean[4], J. Cartelier[5] etc.), sociologi (M. Weber[6], G. Simmel[7]) și jurişti (F. Knapp[8]).

Deși viziunea autorilor menționați cu privire la determinismul relațiilor sociale este destul de diferită, toți aceştia consideră că moneda este o instituție de piață sau chiar instituția de piață prin excelență.

2.3.2. Noua economie monetară

Analiza apariției instituției monetare învederează că schimbul monetar este o formă particulară a procesului de schimb, a cărei caracteristică este

---

1 — Fisher I., *The Purchasing Power of Money*, 1911, p. 9.

2 — Turgot A., *Reflexions sur la formation et la distribution des richesses*, 1766, reprod. în: *Ecrits Economiques*, Calman-Levy, Paris, 1970, p. 147.

3 — Hayek F., *Constituția libertății*, Institutul European, Iași, 1998, p. 81 și urm.

4 — Aglietta M., Orlean A., *La Violence de la Monnaie*, PUF, Paris, 1984.

5 — Cartelier J., *La Monnaie*, Flammarion, Paris, 1996.

6 — M. Weber, *Grundriss der Sozialoeconomik*, III Abt., I Teil, Tubingen, 1921 (Apud. Dumitrescu Ş., *Tratat de monetă*, Academia de Ştiințe Comerciale și Cooperatiste, București, 1948, p. 221.

7 — Simmel G., *Philosophie de l'Argent*, 1907, PUF, Paris, 1970.

8 — Knapp F., *Staatliche Theorie des Geldes*, Leipzig, 1921 (Apud. Dumitrescu Ş., op. cit., p. 213.)

raționalitatea sa superioară, obținută prin asocierea monedă-economie. Pornind de aici, R. Clower[1] a elaborat o reprezentare teoretică a sistemelor de schimb „pure", care, paradoxal, readuce în discuție superioritatea formei monetare a schimbului. În același spirit, un curent de gândire mai nou, cunoscut sub denumirea de „noua economie monetară" (*The New Monetary Economics*)[2], proiectează diverse construcții instituționale alternative pentru procesul de schimb, care diferă de instituția monetară obișnuită, reprezentată de un singur mijloc de schimb general.

Astfel, R. Clower distinge două forme de schimb, pe care le numește „economie de schimb în natură pură" (troc pur) și „economie monetară pură". În primul caz, orice bun poate fi schimbat pe oricare alt bun. În cazul al doilea, moneda se schimbă pe bunuri și bunurile se schimbă pe monedă; însă, bunurile nu se schimbă unul pe altul.

În formă matricială, aceste două sisteme de schimb pot fi reprezentate astfel:

x	x	x	x	x
x	x	x	x	x
x	x	x	x	x
x	x	x	x	x
x	x	x	x	x

(a) Economie de schimb în natură pură

x				x
	x			x
		x		x
			x	x
				x

(b) Economie monetară pură

Figura nr. 2: Reprezentarea matricială a sistemelor de schimb

În matricile (a) și (b), bunurile existente în economie sunt reprezentate atât pe linii, cât și pe coloane; bunul de pe ultima linie și ultima coloană este moneda. Semnul „x" marchează existența unei relații de schimb între bunurile respective, care poate fi asimilată cu existența unei piețe.

---

[1] — Clower R., *A Reconsideration of the Microfoundations of Monetary Theory*, în: Clower R., *Monetary Theory*, Penguin, 1969.

[2] — Cowen T., Krosner R., *The Development of the New Monetary Economics*, Journal of Political Economy, 95, 3, 1987; *Explorations of the New Monetary Economics*, Basil Blackwell, Boston, 1993.

Or, chiar dacă se face abstracție de cazul schimbului unui bun cu el însuşi, se constată că, în cazul trocului, există mai multe piețe decât în cazul unei economii în care există monedă. Ca urmare, în mod paradoxal, se poate trage concluzia că moneda împiedică dezvoltarea piețelor.

De fapt, economia de troc „pur", reprezentată în matricea (a), nu este o economie fără monedă, ci o economie în care toate bunurile sunt monedă. Superioritatea funcțională a acestui tip de economie nu este surprinzătoare, căci, din punct de vedere formal, o asemenea economie nu are nimic de a face cu trocul; ea este o economie mai complexă nu numai decât trocul, ci şi decât economia monetară obişnuită, bazată pe o singură monedă. Concluzia că economia bazată pe schimbul în natură este superioară economiei monetare este, deci, falsă.

Acestea fiind spuse, trebuie arătat că analiza lui Clower este totuşi relevantă, deoarece învederează că există mai multe sisteme de schimb — inclusiv unul în care se folosesc mai multe monede — şi că aceste sisteme pot fi mai avantajoase decât forma obişnuită de schimb monetar. Pentru reprezentanții „noii economii monetare", această posibilitate nu este deloc utopică, ci constituie caracteristica esențială a evoluției instituțiilor monetare contemporane.

Rezultă că *„noua economie monetară" este un curent de gândire reprezentat de lucrările în care se consideră că, în măsura în care serviciile prestate de monedă în cadrul procesului de schimb pot fi realizate şi în alte cadre instituționale, aceste servicii trebuie delimitate de existența monedei*[1].

Astfel, într-un articol deschizător de drumuri în această nouă direcție de gândire monetară, F. Black[2] analizează un sistem de schimb bazat pe diverse tehnologii de tranzacționare şi decontare, care permit participanților să se dispenseze de monedă în sensul obişnuit al cuvântului. Într-un asemenea sistem, existența monedei este determinată, deci, exclusiv de restricțiile legale impuse în ceea ce priveşte utilizarea altor mijloace de schimb, cum ar fi, cele reprezentate de activele financiare lichide. Cu alte cuvinte, moneda respectivă nu ar exista într-o economie de piață absolut liberă, în care pot fi utilizate o pluralitate de mijloace de schimb şi chiar dacă ar exista, ar dispare mai devreme

[1] — Hall R., *Monetary Trends in the United States and the United Kingdom: A Review from the Perspective of the New Developments in Monetary Economics*, Journal of Economic Literature, 1982.
[2] — Black F., *Banking and Interest Rates in World without Money*, Journal of Bank Research, 1, 3, 1970, p. 9-20.

sau mai târziu, având în vedere inovațiile financiare şi noile tehnologii de tranzacționare şi decontare, ca de exemplu, transferul electronic de fonduri.

Această analiză a fost aprofundată de numeroşi autori, cum ar fi, E. Fama[1], R. Hall[2], R. Greenfield şi L. Yeager[3], T. Cowen şi R. Kroszner[4] etc. Aceşti din urmă doi autori, de exemplu, arată că nu există nici un motiv să se creadă că acțiunea „mânii invizibile", învederată de C. Menger, se opreşte în momentul adoptării unui singur mijloc de schimb general şi că, dintr-o perspectivă evoluționistă, perfecționarea tehnicilor de tranzacționare şi decontare trebuie considerată un proces permanent.

În spijinul afirmației lor, autorii citați menționează mai multe modalități de tranzacționare şi de decontare existente în prezent şi care prefigurează sistemul de schimb de mâine. Dintre cazurile semnalate de aceştia, sunt extrem de semnificative următoarele două elemente novatoare. În primul rând, se constată că dereglemetarea piețelor crează o mare varietate de active financiare lichide, susceptibile să determine creşterea numărului mijloacelor de schimb posibile. În al doilea rând, se observă că inconvenientele eventuale ale multiplicării mijloacelor de schimb pot fi eliminate prin tehnologiile moderne de tranzacționare şi decontare. În modul acesta, se trece de la un mijloc de schimb general la o mulțime de mijloace de schimb, iar noțiunea de „monedă" se diluează într-o pluralitate de instituții de piață, aflate în competiție unele cu altele şi îndeplinind împreună funcția de mijloc de schimb.

3. Abordarea formală

Abordarea funcțională şi abordarea conceptuală pornesc de la anumite considerațiuni apriorice, care conferă semnificație economică fenomenelor monetare.

---

1 — Fama E., *Banking in the Theory of Finance*, Journal of Monetary Economics, 6, 1, 1980, p. 39-57.

2 — Hall R., *Optimal Fiduciary Monetary System*, Journal of Monetary Economics, 12, 1, 1983, p. 33-50.

3 — Greenfield R., Yeager L., *A Laissez Faire Approach to Monetary Stability*, Journal of Money, Credit and Banking, 1983.

4 — Cowen T., Kroszner R., op.cit.

Aceste abordări pot fi completate în mod util printr-o tratare mai concretă problemei, de natură să permită soluționarea problemelor tehnice implicate de construirea şi calcularea indicatorilor statistico-monetari de cuantificare a cantității de monedă existente în economie. Această din urmă abordare poate fi considerată una de tip formal, în sensul că este vorba, pe de o parte, de identificarea formelor materiale ale monedei, iar pe de altă parte, de luarea în considerare a definițiilor convenționale ale cantității de monedă utilizate de autoritățile monetare din diverse țări. Ca urmare a acestei laturi convenționale, definițiile „oficiale" ale mărimilor cu ajutorul cărora se măsoară masa monetară pot fi considerate şi ele ca fiind formale.

3.1. Agregatele monetare

Efectuarea unor studii econometrice cu privire la fenomenele monetare necesită construirea unor indicatori cantitativi ai masei monetare existente într-o anumită economie. Este evident că orice cercetător îşi poate defini şi calcula proprii săi indicatori, în funcție de problema monetară abordată, de scopurile urmărite, de datele disponibile ş.a.m.d. Este însă mult mai comod ca analiştii să utilizeze statistica monetară publicată de organismele oficiale. În România, de exemplu, autoritatea monetară (Banca Națională) defineşte, calculează şi publică periodic date cu privire la mai multe „agregate monetare", cu ajutorul cărora cuantifică masa monetară în diverse accepțiuni ale termenului. Aceste „agregate monetare", similare cu cele utilizate în alte țări, constituie definiții „oficiale" ale monedei, dar care nu sunt scutite nici ele de anumite critici.

În general, agregatele monetare folosite în prezent în lume sunt următoarele:

1) Masa monetară în sens restrâns, simbolizată, de obicei, cu M1: cuprinde totalul mijloacelor de plată, aflate — fără nici un fel de formalități şi fără nici un cost — la dispoziția sectoarelor nebancare ale economiei. În mod concret, este vorba despre moneda metalică (divizionară sau nu), moneda fiduciară (bancnote) şi moneda scripturală (depozitele la vedere). Toate aceste elemente sunt luate în calcul în măsura în care sunt deținute de agenții economici rezidenți non-bancari (intreprinderi, organisme de stat, populație etc.).

Componenta cu ponderea cea mai rdicată în cadrul agregatului M_1 este moneda scripturală (depozitele la vedere).

2) Masa monetară în sens larg, simbolizată, de obicei, cu M_2: cuprinde, pe lângă elementele incluse în M_1, depozitele la termen, depozitele constituite în vederea economisirii, precum şi alte active lichide, pe termene scurte şi foarte scurte.

3) Agregatul M_3: cuprinde M_2 plus activele la termen altele decât depozitele bancare la termen, care sunt cuprinse în M_2; activele respective se caracterizează prin faptul că au o lichiditate mai redusă. Este vorba despre bonuri de tezaur, certificate de depozit, depozite la termen şi alte depozite în valută (echivalentul în monedă naţională) etc.

4) Agregatul M_4 exprimă totalul lichidităţilor existente în economie: cuprinde, pe lângă M_3, activele lichide care se deosebesc de cele cuprinse în M_3 prin una sau alta din următoarele două trăsături:

— sunt emise de alţi agenţi economici decât instituţiile financiare;
— au o natură contractuală, care comportă anumite angajamente specifice ale celor două părţi: emitent şi investitor.

Similar se pot construi şi alte agregate monetare din ce în ce mai cuprinzătoare: M_5, M_6 etc.

Nomenclatura agregatelor monetare utilizate în prezent în România este de dată recentă, fiind concepută după realizarea reformelor bancare din anii '90, care au conferit Băncii Naţionale atribuţiile unei bănci centrale moderne. La ora actuală, conţinutul şi structura acestor agregate sunt aliniate la practica internaţională, însă reflectă totodată anumite particularităţi instituţionale ale sistemului financiar românesc.

Astfel, Banca Naţională calculează şi publică periodic date cu privire la următoarele agregate monetare:

A) Masa monetară în sens restrâns (cantitatea de mijloace de plată), M_1, care cuprinde:

a) numerarul (bancnote şi monezi) aflat în afara sectorului bancar;

b) moneda scripturală (depozitele la vedere).

Depozitele la vedere sunt clasificate după criteriul instituţional al sectorului căruia îi aparţine titularul: agenţi economici cu capital majoritar de stat, agenţi economici cu capital privat, populaţie, alte categorii de deţinători.

B) Masa monetară în sens larg, M_2, care cuprinde, pe lângă M_1, următoarele elemente:

a) economiile populației;

b) depozitele în lei la termen şi condiționate;

c) depozitele în valută ale rezidenților (echivalent în lei).

a) Economiile populației sunt clasificate în: depuneri la vedere şi depuneri la termen.

b) Depozitele la termen sunt clasificate după acelaşi criteriu instituțional: agenți economici cu capital majoritar de stat, agenți economici cu capital privat, populație etc.

De asemenea, după acelaşi criteriu sunt clasificate depozitele în valută (la vedere şi la termen) ale rezidenților (transformate în lei la cursul de schimb al pieței valutare, calculat de BNR pentru ultima zi a perioadei de referință).

C) Cvasimoneda, care este egală cu diferența (M_2-M_1).

În fine, Banca Națională calculează şi publică periodic date cu privire la agregatul monetar care se află sub influența sa directă şi în legătură cu care se stabilesc cel mai adesea obiectivele imediate ale politicii monetare. Acest agregat se numeşte „baza monetară" (moneda primară) şi cuprinde:

a) numerarul aflat în casieriile băncilor;

b) numerarul aflat în afara sistemului bancar;

c) disponibilitățile băncilor la Banca Națională.

Este de aşteptat ca intrarea în UEM să impună o nouă reformă a agregatelor monetare utilizate în economia românească.

3.2. Relativitatea agregatelor monetare

Având în vedere diversitatea abordărilor cu privire la fenomenele monetare, nu este surprinzător că formulele concrete de calcul ale mărimilor monetare de genul celor menționate constituie adesea obiectul unor controverse cu privire la soluțiile principiale sau tehnice adoptate. De altfel, şi în cazul multor altor mărimi economice (nivelul general al prețurilor, volumul investițiilor, datoria externă etc.), există, de asemenea, probleme de măsurare complicate. Cu toate acestea, din cauza ambiguităților conceptuale subdiacente, la care ne-am referit în paragrafele anterioare, instabilitatea definițiilor

agregatelor monetare este chiar mai accentuată decât în cazul altor indicatorit macroeconomici[1].

Până la sfârşitul anilor '70, în ţările occidentale, care, spre deosebire de ţările comuniste, nu ţineau secrete datele respective, componentele masei monetare erau identificate, de regulă, cu ajutorul unui criteriu instituţional simplu: natura bancară a instituţiei emitente. Astfel, erau considerate ca fiind „monetare" activele pe termen scurt emise şi gestionate de bănci, iar „nemonetare", activele instituţiilor financiare nebancare. Însă, depozitele lichide constituite la acestea din urmă se transformă cu uşurinţă în depozite lichide constituite la bănci — şi invers, iar, ca urmare, amintitul criteriu instituţional, definit prin prisma ofertei de active, a fost înlocuit printr-un criteriu de lichiditate patrimonială, definit prin prisma cererii de forme de plasament din partea investitorilor.

Inovaţiile monetare şi financiare din ultima perioadă au determinat extinderea gamei plasamentelor caracterizate de riscuri şi costuri de tranzacţionare reduse şi, deci, având un înalt grad de lichiditate, ceea ce a impus adoptarea unor noi definiţii ale agregatelor monetare. În majoritatea ţărilor vest-europene, asemenea reforme ale statisticii monetare au avut loc la începutul anilor '90, în cadrul procesului de unificare monetară care a dus la adoptarea euro.

Această instabilitate a definiţiilor oficiale ale monedei este determinată, aşadar, într-o anumită măsură, de evoluţia tehnologiilor monetare şi financiare. Însă, fenomenul este provocat, pe de altă parte, de faptul că, la nivel oficial, se operează cu un concept de „monedă" foarte extensiv. Indiferent de cauze, instabilitatea amintită are doza sa de responsabilitate pentru relativitatea care, după cum am arătat, marchează întreaga analiză monetară.

În aceste condiţii, unii autori îşi exprimă îngrijorarea faţă de multitudinea indicatorilor folosiţi pentru măsurarea cantităţii de monedă, arătând că agregatul M_1 ar fi mai mult decât suficient pentru caracterizarea mijlocului general de schimb folosit în economiile contemporane.

De fapt, existenţa mai multor agregate superpuse se explică prin concepţia „moneda-activ lichid" şi prin amintita relativitate a noţiunii de „lichiditate".

---

[1] — Pentru o prezentare a problematicii agregatelor monetare, a se vedea şi lucrarea autorului: *Banii şi creditul în economiile contemporane*, Ed. Enciclopedică, Bucureşti, 1994, vol. I., p. 169-196.

După cum se observă din fig. nr. 3, clasificarea activelor existente în economie în funcție de gradul lor de lichiditate constituie un câmp continuu, care merge de la activele cele mai lichide la activele cele mai puțin lichide şi în care este dificil, dacă nu chiar imposibil, să se traseze o frontieră precisă între activele monetare şi celelalte active. Ca urmare, autoritățile monetare au ales să traseze nu o singură linie de demarcație între monedă şi activele nemonetare, ci mai multe asemenea linii (figura nr. 3).

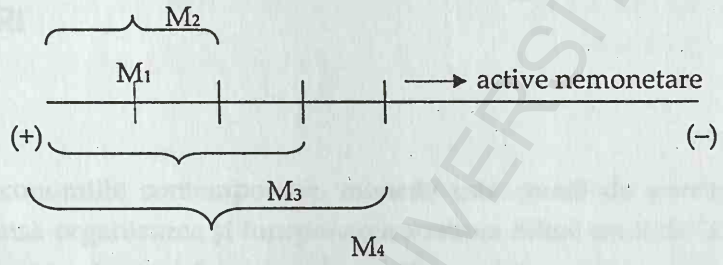


Figura nr. 3: Evantaiul lichidităților

Or, procedând în modul acesta, direcțiile de studii din cadrul băncilor centrale înmulțesc arbitrar convențiile utilizate în mod oficial în definirea monedei. Consecința este că funcția monedei de mijloc de schimb este diluată într-o abordare patrimonială în care funcția de mijloc de rezervă este luată în considerare într-un sens din ce în ce mai tare.

Problema este că nu ajunge să califici drept „monetar" un activ pentru ca el să fie monedă, iar, dacă, în structura unui anumit agregat, sunt incluse şi active care nu au prea multe lucruri în comun cu moneda, însăşi semnificația agregatului respectiv devine neclară. Este adevărat că în economiile contemporane nu există o singură „cantitate de monedă" identificabilă statistic, însă, pe de altă parte, nici nu se poate extinde la nesfârşit lista mărimilor monetare.

Într-un mod mai general, însăşi ideea de „agregat monetar" este discutabilă, deoarece, indiferent de modul de definire şi de faptul că se lucrează cu unul sau mai mulți indicatori de acest gen, ideea de „agregare" implică o viziune generală, macroeconomică, asupra fenomenelor monetare şi a

legăturilor acestora cu fenomenele reale, ceea ce, uneori, poate să însemne o simplificare excesivă a legăturilor cauzale ce constituie obiectul de studiu al economiei monetare.

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

V. OFERTA DE MONEDĂ ÎNTR-UN SISTEM BANCAR CU DOUĂ NIVELURI

În economiile contemporane, moneda este creată de sistemul financiar-bancar, însă organizarea şi funcţionarea acestuia diferă mult de la o ţară la alta şi de la o epocă istorică la alta[1]. În aceste condiţii, analiza ofertei de monedă îmbracă adesea forma descrierilor instituţionale datate istoric şi localizate geografic. Aceste prezentări factuale sunt, fără îndoială, utile pentru cunoaşterea contextului în care se înscrie procesul de creare a monedei, însă nu sunt suficiente pentru înţelegerea mecanismelor intime ale formării ofertei de monedă. În consecinţă, relatările menţionate trebuiesc completate prin analize cauzale cu semnificaţie mai generală, de natură să contribuie la crearea unei viziuni comprehensive asupra fenomenului.

În fine, modalităţile de creare a monedei condiţionează direct politica monetară, ceea ce face ca analiza ofertei de monedă să comporte o semnificativă dimensiune normativă. Această latură operaţională se manifestă prin încercarea de a concepe şi aplica mecanismele de emisiune monetară cele mai eficace, problemă căreia economiştii din toate timpurile i-au acordat cea mai mare atenţie.

---

[1] — Precizăm că ceea ce avem în vedere aici şi în continuare este procesul de creare a monedei în sistemele monetare contemporane, bazate pe moneda-simbol. Nu ne ocupăm, aşadar, de crearea monedei-marfă (aur, argint).

BCU IAŞI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

1. Cadrul instituțional al ofertei de monedă

În economiile contemporane, sistemul financiar-bancar se compune, de regulă, din următoarele categorii de instituții:

— banca centrală;
— băncile şi instuțiile de credit asimilate acestora;
— instituțiile financiare nebancare;
— trezoreria statului.

Fiecare dintre aceste categorii conține, la rândul său, un număr mai mare sau mai mic de elemente.

1.1. Banca centrală

În țările membre UE, printre care, deci, şi România, banca centrală este o instituție care aparține deja trecutului. Într-adevăr, în toate aceste țări, moneda europeană — euro — a înlocuit sau urmează să înlocuiască în curând monedele naționale, care vor dispare definitiv din circulație. Or, aceasta implică încetarea politicilor monetare naționale şi, deci, sfârşitul instituției băncii centrale în forma cunoscută până acum în toate aceste țări europene.

În UEM, băncile centrale nu mai au sarcina asigurării stabilității monedei naționale, pur şi simplu deoarece aceasta nu mai există. În consecință, responsabilitatea gestionării euro revine Băncii Centrale Europene, pe când sarcina băncilor centrale naționale este de a aplica în țara respectivă politica monetară unică, elaborată de Banca Centrală Europeană.

În măsura în care instituția băncii centrale mai subzistă, ca în România, până la intrarea în *Euroland*, banca centrală deschide conturi băncilor comerciale, în care le păstrează disponibilitățile, le acordă credite şi le operează plățile. De asemenea, banca centrală emite bancnote şi monezi (numerar), gestionează lichiditatea bancară — reprezentată de „moneda primară" — , administrează rezerva valutară (aur şi valute) a statului etc.

Cantitatea de „monedă primară" (baza monetară) emisă de banca centrală constituie o limită impusă creşterii cantității de monedă create de băncile comerciale, deoarece acestea din urmă trebuie să-şi procure această monedă superioară, pe care ele însele nu o pot emite, dar pe care clienții doresc să o

utilizeze. În modul acesta, banca centrală apare ca „(re)finanțator de ultimă instanță" al sistemului bancar comercial.

În fine, banca centrală este forul de concepere şi aplicare a politicii monetare, calitate în care principala sa sarcină este asigurarea stabilității monedei naționale.

Funcțiile unei bănci centrale se reflectă în bilanțul său, care arată, într-o manieră exhaustivă şi sistematică, operațiunile (monetare şi nemonetare) pe care aceasta le-a efectuat în perioada de referință[1].

1.2 Băncile şi instituțiile de credit asimilate

Instituțiile bancare şi asimilate au dreptul de a primi depozite de la particulari şi de a acorda credite. În această categorie, numită uneori în mod generic „instituții de credit", intră băncile obişnuite (comerciale), cooperativele de credit, instituțiile de credit cu statut special (case de economii, case de economii şi asigurări, case de credit municipal etc.). Principala caracteristică a acestei categorii de aşezăminte este că crează monedă, ceea ce face ca activitatea lor să fie supusă controlului băncii centrale.

Băncile crează monedă prin creditele pe care le acordă clienților lor. Aceste credite pot fi clasificate după mai multe criterii, dintre care cel mai uzual este scadența:

1) credite pe termen scurt (până la 12 luni);
2) credite pe termen mediu (3-5 ani);
3) credite pe termen lung (peste 5 ani).

În ceea ce priveşte creditele pe termen scurt, care crează monedă (depozite la vedere, monedă scripturală), acestea pot fi:

a) credite în cont (inclusiv sub formă de linii de credit);
b) scont de cambii şi alte efecte comerciale.

Resursele din care băncile finanțează aceste credite sunt:

1) moneda nou creată;
2) economiile pe diverse termene colectate de la clienți;
3) împrumuturile pe termen lung contractate;

[1] — Pentru o prezentare a bilanțului simplificat al unei bănci centrale, a se vedea lucrarea autorului: *Moneda şi teoria monetară*, ed. cit., vol. I, p. 166.

BCU CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

4) capitalul propriu.

La nivelul întregului sistem bancar, băncile sunt creatoare nete de monedă, deoarece acordă un volum de credite mai mare decât volumul economiilor pe care le colectează. Cu alte cuvinte, în mod normal, sectorul bancar este structural creditor față de sectoarele nebancare ale economiei.

Crearea de monedă de către bănci este o operațiune scriptică: băncile crează monedă acordând credite clienților lor şi alimentând, în modul acesta, conturile de depozite la vedere ale acestora din urmă. Ca urmare, această creație monetară are o anumită contrapartidă. Deoarece procesul are loc cu ocazia acordării unui credit, *contrapartida masei monetare nou create este reprezentată de promisiunea de rambursare a creditului respectiv, asumată de debitor şi reflectată contabil în activul bilanțului băncii.* În modul acesta, se ajunge în situația în care banca deține o creanță asupra clientului, iar acesta din urmă este subiectul unei datorii față de bancă. Situația se reflectă în bilanțurile celor două părți (banca şi clientul X); se observă că moneda nou creată figurează în pasivul băncii, deoarece suma respectivă aparține clientului (figura nr. 1).

Bilanțul băncii

Activ	Pasiv
Credite acordate lui X (Creanțe asupra lui X)	Depozite la vedere ale lui X

Bilanțul clientului X

Activ	Pasiv
Cont curent la bancă	Împrumuturi de la bancă (Datorie față de bancă)

Fig. nr. 1: Crearea de monedă (scripturală) de către o bancă comercială

În modul acesta, băncile şi asimilatele acestora furnizează economiei masa monetară suplimentară necesară ca urmare a creşterii cantității de bunuri şi servicii disponibile pentru schimb.

Pe lângă operațiunile de acordare de credite şi de efectuare de alte plasamente la agenții nebacari, băncile efectuează tranzacții interbancare pe ceea ce se numeşte „piața monetară" (deschideri de conturi reciproce, acordări de credite etc.). De asemenea, băncile prestează servicii clienților lor (schimb valutar, acordarea de garanții, operațiuni *swap* cu dobânzile, operațiuni cu contractele *futures* şi cu opțiunile etc.). În fine, băncile pot participa — direct sau prin intermediari — la piața financiară (bursa de valori).

Rezultă că rolul de centru creator de monedă, care deosebeşte o bancă de alte instituţii financiare, nu înseamnă că băncile nu îndeplinesc şi funcţia de colectare a economiilor (simplu intermediar financiar).

Sistemul bancar este supus, de regulă, la trei forme de control:

1) controlul realizat prin reglementarea activităţii, care precizează rolul diverselor instituţii de credit;

2) controlul exercitat de banca centrală prin intermediul instrumentelor sale de politică monetară;

3) supravegherea prudenţială, realizată de banca centrală sau de o altă autoritate.

1.3. Alte instituţii financiare

Instituţiile financiare nebancare sunt instituţii financiare specifice, de tipul societăţilor de *leasing*, fondurilor de garantare, societăţilor de credit ipotecar, societăţilor financiare de investiţii, fondurilor comune de plasament, companiilor de asigurări, fondurilor de pensii, societăţilor comerciale care practică vânzarea bunurilor de consum cu plata în rate, caselor de amanet, caselor de ajutor reciproc etc. Caracteristic acestei largi categorii de instituţii financiare este că aşezămintele respective îndeplinesc funcţia de intermediar financiar simplu, care colectează resursele financiare de la agenţii economici care au excedent de resurse şi transferă fondurile respective către agenţii care au deficit de resurse. Este vorba, aşadar, despre organizaţii care nu crează monedă şi, deci, nu trebuie neaparat să fie supuse controlului băncii centrale[1].

Trezoreria publică este personificarea financiară a statului, principala sa funcţie fiind realizarea veniturilor şi efectuarea cheltuielilor statului. Banca centrală ţine contul general al trezoreriei publice şi îi acordă credite în caz de deficit. În acest din urmă caz, trezoreria publică determină, prin împrumuturile pe care le angajează la banca centrală, o creaţie monetară din partea acesteia din urmă, atât sub formă de numerar, cît şi sub formă de monedă scripturală (primară).

În unele ţări, trezoreria publică deschide ea însăşi anumite tipuri de conturi cu funcţie asemănătoare cu cea a conturilor bancare la vedere (conturi speciale

[1] — Cee ce, ca în cazul României, nu este neaparat exclus.

de trezorerie, deschise unor regii publice autonome; conturi de cecuri poştale; etc.), ori emite unele tipuri de însemne monetare. Depozitele existente în conturile respective sunt depozite la vedere şi, deci, fac parte din masa monetară, M_1, la fel cum fac parte din aceast agregat categoriile de numerar emise de trezoreria publică.

2. Oferta de monedă în sistemele bancare cu două niveluri

Cadrul instituțional al ofertei de monedă nu este întotdeauna aceleaşi, ci diferă de la o țară la alta şi de la o epocă istorică la alta. Însă, dincolo de diferențele naționale şi de eventualele alinieri internaționale de genul celei care are loc în prezent în interiorul UEM, mecanismele şi comportamentele determinante ale ofertei de monedă sunt suficient de tipice pentru a permite o analiză generalizatoare.

În acest context, multe din divergențele conceptuale şi analitice care se observă în legătură cu acest subiect sunt determinate de deosebirile dintre sistemele bancare şi financiare avute în vedere, respectiv de specificul istoriei monetare locale. Însă, aceste interpretări diferite provin adesea şi din cauze mai puțin circumstanțiale, relevând, de exemplu, o viziune teoretică diferită cu privire la funcționarea economiei.

Până la sfârşitul secolului al XIX-lea, reflecțiile teoretice cu privire la oferta de monedă au constituit componenta esențială a analizei monetare. Ulterior, atenția economiştilor s-a concentrat asupra cererii de monedă, pentru ca, după anii '60, interesul lor să se orienteze din nou asupra ofertei.

În general, conținutul acestor reflecții este deopotrivă pozitiv şi normativ. În condițiile contemporane, marcate de succesiunea unor evenimente monetare majore, aspectul normativ chiar s-a accentuat, regăsindu-şi acuitatea pe care a avut-o în timpul dezbaterilor dintre „şcoala monetară", reprezentată în principal de D. Ricardo şi „şcoala bancară", reprezentattă în principal de T. Tooke.

Într-adevăr, de la criza sistemului de la Bretton Woods la construcția monetară europeană, trecând prin fenomene ca: multiplicarea inovațiilor financiare, dereglemntarea bancară şi financiară, criza datoriilor țărilor în curs

de dezvoltare etc., lista motivelor de a pune în cauză evoluțiile recente ale sistemelor bancare şi financiare este impresionantă. Această amplă motivație este cea care explică renaşterea interesului pentru problematica ofertei de monedă, dezvoltarea reflecțiilor critice cu privire la sistemele tradiționale ierarhizate şi căutarea unor moduri de funcționare mai puțin centralizate, de tipul ofertei concurențiale de monedă (*Free Banking*).

2.1. Analiza teoretică a ofertei de monedă

Într-un sistem bancar cu două nivele, format din banca centrală şi un număr mai mare sau mai mic de bănci comerciale, procesul de formare a ofertei de monedă ridică anumite probleme teoretice, care, în cursul timpului, au sucitat intense dezbateri şi au găsit diverse rezolvări practice. Aceste probleme sunt următoarele:

1) natura diverselor categorii de monedă existente într-un asemenea sistem;

2) principiile emisiunii acestor tipuri de monedă;

3) legătura dintre oferta de monedă şi volumul creditului şi, respectiv, controlul ofertei de monedă;

4) caracterul exogen sau endogen al ofertei de monedă.

1) Problema naturii diverselor categorii de monedă existente într-un sistem bancar ierahizat provine din aceea că, într-un asemenea sistem, seniorajul (venitul adus de privilegiul de a bate monedă), care, în trecut, aparținea seniorilor feudali, regelui etc., este deținut în principal de „autoritățile monetare", mai precis de banca centrală sau institutul de emisiune.

Moneda emisă de aceste „autorități" are diverse denumiri: „monedă centrală", „monedă cu mare putere" (*High-Powered Money*), „monedă primară", „monedă de bază", „monedă fiduciară", „numerar" etc. Oricum, această „monedă primară" constituie doar o parte a ofertei totale de monedă, deoarece băncile comerciale (de rangul doi), produc şi ele monedă „scripturală" sau „de bancă", şi anume în contrapartidă la deținerile lor de „monedă de bază".

Rezultă că oferta de monedă este egală cu „baza monetară", adică cu cantitatea de monedă creată de banca centrală, doar într-un caz particular: când acoperirea monedei scripturale în „monedă primară" este 100%, ceea ce, în sistemele bancare contemporane, în care rezervele în „monedă centrală" ale

băncilor comerciale acoperă doar o parte din cantitatea de monedă scripturală, nu este, de regulă, cazul.

În sistemele bancare actuale, caracterizate printr-o organizare pe două nivele şi deţinerea de rezerve parţiale de „monedă primară", băncile comerciale dispun şi ele de un senioraj bancar, adică de o putere de creaţie monetară. Ca urmare, oferta de monedă cuprinde atât „moneda primară" (centrală), cât şi „moneda de bancă" (scripturală).

2) Problema principiilor emisiunii celor două tipuri de monedă menţionate mai sus s-a pus pentru prima dată, într-o formă explicită, în perioada în care aurul era „moneda de bază" a economiei, iar bancnotele erau „monedă de bancă". Este vorba, aşadar, despre perioada de dinainte de anii '30 ai secolului XX, când majoritatea ţărilor dezvoltate ale lumii au adoptat sistemul monetar etalon aur-monede (*Gold Standard*). Într-adevăr, în epocă, problema legăturii dintre „moneda de bancă" şi „moneda de bază", respectiv problema „acoperirii" bancnotelor printr-o anumită cantitate de aur, a făcut obiectul unei celebre controverse între reprezentanţii a ceea ce s-a numit „şcoala circulaţiei" (*Currency School*) şi „şcoala bancară" (*Banking School*).

Desfăşurată la începutul secolului al XIX-lea, în Anglia, această dezbatere a prilejuit clarificarea nu numai a unor probleme monetare specifice, legate de natura şi mecanismul de emisiune al bancnotelor, ci şi formularea unor principii monetare generale. De aceea, mişcarea de idei din a doua jumătate a secolului XIX îşi păstrează şi în prezent intactă semnificaţia.

În concepţia reprezentanţilor „şcolii circulaţiei", dintre care cel mai ilustru a fost D. Ricardo, emisiunea de bancnote trebuie acoperită integral în aur, cu excepţia unei anumite cantităţi iniţiale, reprezentând fondul de rulment al comerţului, care, eventual, poate fi emisă şi fără o asemenea contrapartidă în aur. Acest principiu de organizare a emisiunii monetare, care constă, aşadar, în punerea în circulaţie a unei cantităţi de bancnote în mod proporţional cu stocul de aur al băncii de emisiune, a urmărit evitarea inflaţiei provocate de o emisiune excesivă de bancnote, de natură să determine creşterea preţurilor. Principiul respectiv, numit „principiul de circulaţie" (principiul monetar), reflectă dorinţa autorităţilor de a controla oferta de monedă (aur+bancnote) prin legarea acestei mărimi macroeconomice de cantitatea de metal disponibilă. În consecinţă, ideea de mai sus echivalează cu asimilarea bancnotei — ca „monedă de bancă" — cu moneda de aur — ca „monedă de bază".

Spre deosebire de aceasta, reprezentanții „şcoalii bancare", dintre care cel mai cunoscut a fost T. Tooke, au considerat că bancnotele nu sunt asimilabile cu aurul, deoarece, fiind emise în contrapartidă cu creditele acordate (scont de efecte private şi publice), sau, ceea ce revine însă la acelaşi lucru, în contrapartidă cu creanțele născute din aceste credite, sunt retrase din circulație la scadență. După părerea reprezentanților acestei şcoli, caracterul de instrument de credit al „monedei de bancă" (bancnotei) o deosebeşte de „moneda de bază" (moneda de aur), iar asimilarea celor două ar însemna confundarea monedei cu creditul. Ca urmare, ei au susținut că principiul menționat anterior trebuie înlocuit prin altul, după care emisiunea de bancnote să fie deconectată de cantitatea de aur a băncii centrale. Conform acestui al doilea principiu, numit „principiul bancar", bancnotele sunt emise nu ca urmare a unei intrări de aur în tezaurul băncii centrale, ci în urma cererilor de credite adresate băncilor şi, deci, în funcție de activitatea economică. De aceea, circulația fiduciară nu creează neaparat pericolul inflației, deoarece bancnotele sunt retrase din circulație în momentul în care creanțele care le dau naştere ajung la scadență. Rezultă că, în această a doua concepție, oferta de monedă nu depinde de cantitatea de aur, ci de funcționarea pieței creditului.

3) Problema legăturii dintre oferta de monedă şi volumul creditului, respectiv, a controlului ofertei de monedă s-a pus şi ea încă în epoca amintitei controverse între „şcoala circulației" şi „şcoala bancară". Aceasta, deoarece, în epoca respectivă, cea care a triumfat inițial a fost „şcoala circulației", dar evenimentele ulterioare vor da câştig de cauză „şcoalii bancare".

Într-adevăr, în anul 1844, în Anglia, a fost adoptată o importantă lege (*Act Peel*), prin care Banca Angliei şi emisiunea sa de bancnote au fost organizate în conformitate cu ideile lui Ricardo şi ceorlalți reprezentanți ai „şcolii circulației". Evoluția ulterioară a instituțiilor monetare, îndeosebi suspendarea convertibilității în aur a bancnotelor şi atribuirea monopolului emisiunii unei singure bănci, au relativizat însă acest succes inițial.

Astfel, evoluțiile menționate au determinat demonetizarea „monedei primare" din perioada anterioară (moneda de aur) şi transformarea bancnotei în „monedă primară". Or, această nouă „monedă primară" este emisă acum de banca centrală nu numai în contrapartidă cu aurul şi/sau valutele şi devizele

(*Gold Exchange Standard*), ci şi cu creditele acordate statului sau economiei[1]. Moneda respectivă are, deci, un anumit caracter de instrument de credit, pe care aurul nu îl avea, ceea ce confirmă interpretarea „şcolii bancare".

Însă, pe de altă parte, apare o nouă „monedă de bancă" — moneda scripturală —, care se dezvoltă în strânsă legătură cu cea care este acum „moneda primară". Într-adevăr, după cum am arătat, moneda scripturală este rezultatul eforturilor băncilor de rangul doi de a-şi extinde activitatea de creditare, mult mai bine remunerată, şi, deci, de a nu se limita la rolul pasiv de păstrător de depozite pe care l-au avut iniţial. Or, există cel puţin trei motive pentru care, în pofida extinderii utilizării sale, moneda scripturală nu poate fi decuplată de „moneda primară" (de bază).

În primul rând, clienţii băncilor pot oricând cere retragerea depozitelor lor în numerar (bancnote, monezi).

În al doilea rând, decontările interbancare se efectuează cel mai adesea cu „monedă primară", deşi, aceasta, nu atât pentru că nu se poate proceda altfel, ci mai mult pentru a nu favoriza acea bancă de rangul doi a cărei monedă scripturală ar fi utilizată în acest scop.

În al treilea rând, reglementările obligă, în general, băncile de rangul doi să deţină o anumită cantitate de „monedă primară", în funcţie de volumul creditelor pe care le acordă.

Rezultă că, din motive de bună gestionare sau din obligaţie legală, băncile comerciale nu pot acorda credite şi, deci, nu pot crea monedă scripturală, dacă nu ţin seama tot timpul de posibilităţile pe care le au de a se refinanţa în „monedă primară".

Astfel, deşi se pune într-un context diferit, problema legăturii dintre „moneda primară" şi „moneda de bancă" — aflată în miezul controversei dintre „şcoala circulaţiei" şi „şcoala bancară" — nu este pe deplin rezolvată nici la ora acuală. Şi în prezent, la fel ca pe vremea lui Ricardo şi Tooke, este vorba despre a şti dacă oferta de monedă este condiţionată de „baza monetară" sau — prin intermediul procesului de creditare — de activitatea economică. Cadrul teoretic

[1] — De fapt, în mod tradiţional, banca centrală acordă credite băncilor comerciale (de rangul doi), care, la rândul lor, au acordat deja credite economiei şi care se refinanţează ulterior de la banca centrală.

actual în care se prezintă această veche opoziție este numit de unii autori „noul principiu al circulației" și, respectiv, „noul principiu bancar"[1].

4) Problema caracterului exogen sau endogen al ofertei de monedă provine din faptul că, în ceea ce o privește, banca centrală nu poate nici ea întotdeauna să controleze propria sa creație de monedă.

Oferta de monedă este numită „exogenă" în cazul în care banca centrală poate controla cantitatea de „monedă primară", iar, injectând în manieră discreționară cantități mai mari sau mai mici de asemenea monedă, determină mărimea masei monetare, M_1. Legătura dintre „moneda primară" și „moneda de bancă", adică legătura dintre piața „monedei primare" (piața monetară) și piața creditului este realizată de un fenomen numit „multiplicatorul monetar", care asigură trecerea de la un nivel dat al „bazei monetare" la masa monetară în sens restrâns, M_1.

Ipoteza caracterului exogen al ofertei de monedă este adoptată adesea ca punct de pornire în construirea diverselor macromodele economico-monetare, constituind, de exemplu, o caracteristică a școlii de gândire monetară numită „monetarism", reprezentată în principal de M. Friedman.

Oferta de monedă este considerată „endogenă" în cazul în care banca centrală nu poate controla masa monetară, ceea ce înseamnă că mărimea și dinamica acestei variabile economice depind de comportamentele diveselor categorii de agenți economici, inclusiv băncile comerciale. Cauzele acestei endogenități a ofertei de monedă pot fi foarte diferite, iar autorii care au dezvoltat această concepție nu pot fi încadrați într-un curent de gândire de omogen.

În funcție de modul în care este tratată oferta de monedă — ca variabilă exogenă sau endogenă —, mijloacele susceptibile a fi utilizate în politica monetară, precum și rezultatele așteptate în urma aplicării acestei politici sunt diferite. Iar aceasta este numai una din consecințele amintitului clivaj.

2.2. Oferta exogenă de monedă

Cazul cel mai simplu de ofertă de monedă exogenă este cel în care moneda scripturală (depozitele la vedere) sunt integral acoperite cu „monedă primară".

[1] — Classen E.M., *Deux Vues Differentes sur la Monnaie*, Revue d'Economie Politique, mai-iunie, 1970.

Un asemenea nivel ridicat al ratei rezervelor nu a existat niciodată, însă, în unele țări, inclusiv România în prezent, rata rezervelor obligatorii este foarte înaltă (40%).

Totuşi, unii autori recomandă în mod recurent această soluție, în scopul asigurării controlului total al autorităților monetare asupra ofertei de monedă şi, pe cale de consecință, eliminarea instabilității sistemice provenite din înzestrarea băncilor de rangul doi cu puterea de a crea monedă[1]. Se susține că, în modul acesta, ar putea fi mai bine controlate şi chiar eliminate inflația şi deflația, ciclurile economice, riscurile de panică bancară etc.

De fapt, viziunea pesimistă a unor economişti cu privire la rolul monetar al băncilor de rangul doi îşi are corespondența şi justificarea în optimismul lor cu privire la posibilitățile de acțiune ale băncii centrale. Or, chiar dacă se admite că mecanismul creditului bancar are anumite efecte negative, ideea că un sistem de rezerve 100% constituite la banca centrală are exclusiv efecte pozitive reflectă o concepție idealistă cu privire la banca centrală şi la stat. Căci, controlul absolut al ofertei de monedă de către banca centrală nu garantează calitatea acțiunilor acesteia. Iar în literatură există şi poziția opusă, după care ciclurile politico-economice sunt declanşate tocmai de politica monetară neinspirată dusă de autorități[2].

În ceea ce priveşte posibilitatea băncilor de rangul doi de a acorda un volum de credite mai mare decât rezervele în „monedă primară" pe care le dețin, aceasta provine din faptul că nu toți clienții se prezintă la bancă în acelaşi moment pentru a face depuneri şi retrageri de depozite. Or, faptul că banca acordă un volum de credite şi, deci, creează un volum de depozite în conturile clienților mai mare decât rezervele în „monedă primară" de care dispune, validează acest mecanism de creație monetară. Căci, moneda scripturală nu este altceva decât suma soldurilor creditoare ale conturilor curente sau de disponibil deschise de bănci clienților, conturi în care se înregistrează operațiunile respective.

---

[1] — De ex., Fisher I., *100% Money*, Adelphi Publication, New York, 1935; Rothbard M., *The Case for a Une Hundred Percent Gold Dolar*, The Ludwing Von Mises Institute, Auburn University, 1991; Allais M., *Les Conditions Monetaires d'une economie de Marche*, Revue d'Economie Politique, mai-iunie, 1993.

[2] — Pentru o prezentare a argumentelor pe care se bazează această poziție, a se vedea: Largier F., *Analiyse economique da la Politique*, Cujas, Paris, 1991.

Rezultă că creditul bancar poate fi acordat nu numai pe baza unor disponibilități prealabile în „monedă primară", ci şi fără existența unor asemenea deținери, cu condiția însă ca creanțele născute în modul acesta să poată fi oricând transformate în „monedă primară". Fenomenul sintetizat prin formula „depozitele fac creditele", caracteristic primelor etape ale istoriei bancare, este înlocuit, aşadar, în activitatea bancară modernă, cu principiul „creditele fac depozitele" (*Loans make Depozits*). Căci, actualmente, creditele pe care le acordă băncile dau naştere unor înregistrări bancare specifice, care determină creşterea „depozitelor la vedere" şi, deci, antrenează creație de monedă scripturală.

Schema generală a acestor înregistrări contabile (la bancă) este următoarea:

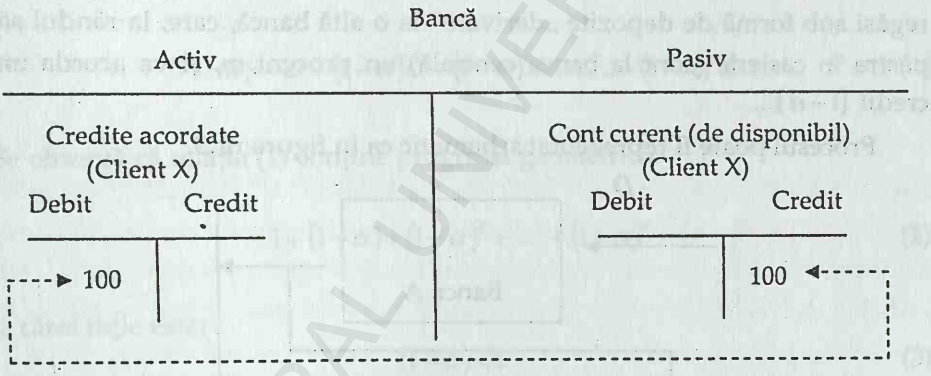


Fig. nr. 2: Schema generală a înregistrării contabile implicate de crearea de monedă scripturală

Regula „creditele fac depozitele" se aplică inclusiv în relațiile dintre bănci, în măsura în care creditele acordate de o bancă determină naşterea unor depozite „reflexe" la alte bănci, depozite care permit, la rândul lor, acordarea unor noi credite ş.am.d.

Această înlănțuire de faze şi operațiuni generează un proces de multiplicare a creditelor şi depozitelor, care face ca mărimea masei monetare puse la dispoziția economiei să fie superioară „bazei monetare" create de banca

centrală. Conceptul care exprimă acest proces este cel de „multiplicator", introdus în analiza monetară de către economistul american C. Phillips[1].

2.3. Multiplicatorul monetar

Să presupunem că la o bancă comercială oarecare se constituie un depozit inițial, D, prin depunerea de numerar (bancnote, monezi) de către un anumit client şi că banca respectivă practică o rată de acoperire, α, în sensul că păstrează în casierie (sau, ceea ce este, însă, acelaşi lucru, în cont la banca centrală) o sumă $\alpha \cdot D$. Banca acordă, deci, un credit în valoare de $(1-\alpha)\cdot D$. Creditele acordate şi utilizate de beneficiari pentru efectuarea de plăți se vor regăsi sub formă de depozite „derivate" la o altă bancă, care, la rândul său, va păstra în casierie (cont la banca centrală) un procent, α, şi va acorda un nou credit $(1-\alpha)$.....

Procesul poate fi reprezentat schematic ca în figura nr.3.

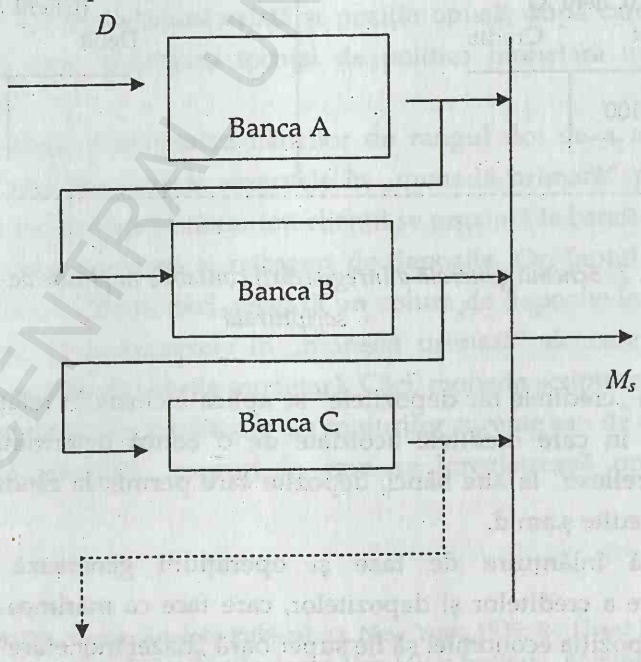


Fig. nr. 3: Procesul de multiplicare

[1] — Phillips C., *Bank Credit*, MacMillan, New York, 1920.

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

În formă ecuațională, secvențele acestui proces pot fi redate astfel:

Fie:

- D-cantitatea de „monedă primară" care afluieşte spre banca A;
- αD- rezervele în „monedă primară" (acoperirea) păstrate de banca A;
- $(1-\alpha)D$ — cantitatea de „monedă primară" care afluieşte spre banca B;
- $\alpha(1-\alpha)D$ - rezervele în „monedă primară" (acoperirea) păstrate de banca B;
- $(1-\alpha)^2 D$ - cantitatea de „monedă primară" care afluieşte spre banca C;
- $(1-\alpha)^3 D$ - rezervele în „monedă primară" (acoperire) păstrate de banca C;

Cantitatea totală de monedă scripturală, M_s, care rezultă din aceste valuri succesive de depozite şi credite, este egală cu suma dintre depozitul inițial şi depozitele derivate:

$$M_s = D + (1-\alpha)D + (1-\alpha)^2 D + ... + (1-\alpha)^n D \quad (1)$$

Se observă că relația (1) conține progresia geometrică:

$$1 + (1-\alpha) + (1-\alpha)^2 + ... + (1-\alpha)^n \quad (2)$$

a cărei rație este:

$$(1-\alpha) < 1 \quad (3)$$

Limita acestei progresii este:

$$\frac{1}{1-(1-\alpha)} \quad (4)$$

Ca urmare, vom avea:

$$M_s = \frac{1}{1-(1-\alpha)} D = \frac{D}{\alpha};\ \alpha < 1 \quad (5)$$

Rezultă că, în acest exemplu simplificat, multiplicatorul este inversul ratei rezervelor (ratei acoperirii), $1/\alpha$. Pentru $\alpha = 1\,(100\%)$, se regăseşte situația în care moneda nou creată este reprezentată exclusiv de moneda creată de banca

centrală (moneda primară); pentru $\alpha \to 0$, posibilitatea aparatului bancar comercial de a crea monedă scripturală (de bancă) tinde spre ∞.

Concluzia care se desprinde din cele arătate mai sus este că necesitatea constituirii de rezerve în această formă de lichiditate superioară care este „moneda primară" reprezintă o limitare a capacității băncilor comerciale de a crea monedă scripturală. Această limitare constă într-un fel de „fugă" a fluxului de „monedă primară", pe care îl receptează la un moment dat băncile comerciale, spre lanțul valurilor succesive de credite acordate şi de depozite alimentate prin creditele respective.

Există şi un al doilea fel de „fugă", rezultată din comportamentul publicului, care retrage o parte din depozitele sale sub formă de numerar (bancnote, monezi) şi/sau păstrează numerarul asupra sa, fără a-l depune la bancă. În consecință, creditele acordate de băncile de rangul doi nu se regăsesc integral în depozite, ci determină, într-o anumită măsură, creşterea cantității de numerar în circulație.

Pentru a argumenta aceste afirmații, să notăm cu β partea din disponibilitățile sale băneşti pe care populația o păstrează în numerar (preferința pentru numerar). Înseamnă că primul depozit derivat, din exemplul anterior, va fi redus într-o proporție βD. Tot aşa, fiecare depozit „reflex" următor va fi redus într-o proporție β din raportul depozit/credit anterior.

Secvențele procesului de multiplicare devin, deci, următoarele:

$$\begin{aligned} & D \to \alpha D \\ & (1-\alpha)D - \beta D = (1-\alpha-\beta)D \to \alpha(1-\alpha-\beta)D \\ & (1-\alpha)(1-\alpha-\beta)D - \beta(1-\alpha-\beta)D = (1-\alpha-\beta)^2 D \to .... \end{aligned} \tag{6}$$

Ca urmare, cantitatea totală de monedă scripturală va fi:

$$M_s = D + (1-\alpha-\beta)D + (1-\alpha-\beta)^2 D + ... \tag{7}$$

sau:

$$M_s = \frac{1}{1-(1-\alpha-\beta)} D = \frac{1}{\alpha+\beta} D \tag{8}$$

unde

BCU IAŞI CENTRALA UNIVERSITARĂ LIBRARY

- $k = \frac{1}{\alpha + \beta} > 1$ - multiplicatorul monetar (al creditelor şi depozitelor).

Se observă că mărimea multiplicatorului, k, depinde, de această dată, atât de mărimea ratei rezervelor, α, cât şi de „preferința pentru numerar", β, (partea din depozite pe care publicul o utilizează sub formă de monedă primară).

Pentru valori constante ale parametrilor α şi β, cantitatea de monedă scripturală nu depinde decât de cantitatea de „monedă primară", adică de comportamentul băncii centrale.

Oferta de monedă, M, este egală cu suma dintre cantitatea de monedă scripturală, M_s şi numerarul aflat asupra populației, βM_s:

$$M = M_s + \beta M_s \tag{9}$$

$$M = (1 + \beta) M_s \tag{10}$$

Introducând relația (8) în relația (10), se obține:

$$M = \frac{1 + \beta}{\alpha + \beta} D \tag{11}$$

Notând, pentru aliniere la standardele din literatură, $D = H$ (*High-Powered Money*), vom avea:

$$M = k \cdot H \tag{12}$$

unde:

$$k = \frac{1 + \beta}{\alpha + \beta} > 1$$

Relația (12) arată că oferta de monedă, M, este un multiplu al „bazei monetare", H; mărimea sa depinde de multiplicatorul k[1]. Această relație pare o

[1] — În literatură, există şi alte formule ale multiplicatorului, în funcție de ipotezele adoptate în legătură cu „fuga" de fonduri din sistemul bancar. (A se vedea, de ex.: Fand D., *Some Implications of Money Supply Analysis*, American Economic Rewiev, mai, 1967). A se vedea, de asemenea, &2.5.2.2 *infra*.

funcție obișnuită, însă nu este, deoarece variabila independentă, H , este ea însăşi o componentă a variabilei dependente, M . Totuşi, relația este relevantă, deoarece, în cazul în care multiplicatorul este constant sau poate fi prevăzut cu precizie (k = constant), iar banca centrală controlează propria sa creație de monedă, H, formula (12) exprimă exogenitatea ofertei de monedă.

Analiza relației (12) învederează condițiile care trebuiesc îndeplinite pentru ca banca centrală să poată controla oferta de monedă. Astfel, este necesar ca banca centrală, pe de o parte, să influențeze multiplicatorul, k, iar pe de altă parte, să controleze „baza monetară", H.

În ceea ce priveşte posibilitățile de influențare a multiplicatorului, k, în literatură există două şcoli de gândire. Prima consideră că multiplicatorul, k, este o mărime constantă[1], iar a doua tratează acest parametru ca o funcție economică[2].

Constanța lui k corespunde, la rândul său, la două ipoteze:

1) băncile comerciale au un comportament stabil în ceea ce priveşte deținerea de rezerve, α, (ceea ce autoritățile monetare pot obține prin impunerea, de exemplu, de „rezerve obligatorii");

2) publicul are un comportament stabil în ceea ce priveşte utilizarea numerarului, β.

În aceste condiții, determinarea lui k este o problemă empirică, cu toate dificultățile pe care le comportă aceasta din punct de vedere econometric şi interpretativ.

A doua concepție este mai analitică, bazându-se pe studiul deciziilor de alegere a portofoliului efectuate de bănci şi de public. În această variantă, multiplicatorul depinde de unele variabile de natură economică, cum ar fi, rata dobânzii, rata inflației şi mărimea avuției naționale. În modul acesta, multiplicatorul este endogenizat, ceea ce duce la atenuarea exogenității ofertei de monedă. Însă, în măsura în care comportamentele băncilor şi publicului pot fi prevăzute totuşi de banca centrală, nici caracterul exogen nu este complet eliminat.

---

[1] — Friedman M., *A Monetary History of the United States:1867-1960*, Princeton University Press, Princeton, 1963.

[2] — Brunner K., Meltzer A.H., *Some Further Investigations of Demand and Supply Functions of Money*, Journal of Finance, mai, 1964.

În ceea ce priveşte controlul „bazei monetare", posibilitatea exercitării acestuia este o caracteristică a unei bănci centrale înzestrate cu monopolul emisiunii, însă chiar şi o asemenea instituţie se poate confrunta cu anumite dificultăţi provenite din relaţiile cu exteriorul sau din conflictele între obiectivele sale interne. Ca urmare, sursele creaţiei de monedă primară, care reprezintă contrapartida masei monetare, M, sunt controlate în mod inegal de către banca centrală.

Astfel, creditele acordate băncilor de rangul doi sunt, teoretic, sub controlul băncii centrale prin însăşi poziţia privilegiată pe care aceasta o ocupă într-un sistem bancar cu două niveluri. Tot aşa, se poate considera că creditele acordate statului se află sub controlul băncii centrale, având în vedere statutul de independenţă pe care îl au în prezent majoritatea acestor instituţii.

Spre deosebire de acestea, într-un regim de cursuri de schimb fixe, postul „aur şi valute" nu se află însă sub controlul băncii centrale. Într-adevăr, într-un asemenea regim de cursuri de schimb, încasările şi plăţile externe se repercutează pe piaţa valutară, provocând oscilaţii ale cursului de schimb, pe care banca centrală trebuie să le elimine. În acest scop, ea vinde sau cumpără valută, ceea ce asigură menţinerea nivelului oficial al cursului de schimb, însă determină, pe de altă parte, variaţii ale volumului rezervelor valutare (aur şi valute).

În plus, o creştere iniţială a „bazei monetare", ca urmare a creşterii volumului creditului acordat economiei, poate determina diminuarea rezervelor valutare, având în vedere că şi în acest caz rezervele respective trebuie utilizate pentru a finanţa vânzările de valută efectuate de banca centrală pe piaţa valutară în scopul stopării deprecierii monedei naţionale.

Rezultă că, în regim de cursuri fixe, controlul „bazei monetare" este practic imposibil, ceea ce explică faptul multe state au adoptat la ora actuală un regim de cursuri de schimb flotante, în care fluxurile de încasări şi plăţi externe sunt absorbite de variaţiile cursurilor de schimb, nu de variaţiile volumului rezervelor valutare.

La aceasta se adaugă faptul că, în unele cazuri (de exemplu, în operaţiunile numite *„open market"*), crearea de „monedă primară" nu este controlată exclusiv de către banca centrală şi nu este întotdeauna perfect previzibilă pentru această instituţie, deoarece rezultă dintr-un acord de voinţă cu băncile comerciale. Or, aceasta face posibilă apariţia situaţiei în care obiectivul băncii centrale privind

nivelul ratei dobânzii este în contradicție cu obiectivul său privind nivelul cursului de schimb.

Ipoteza caracterului exogen al ofertei de monedă uşurează rezolvarea unor probleme importante ale analizei monetare. Astfel, prin adoptarea acestei ipoteze, problema econometrică a identificării ofertei şi cererii de monedă se simplifică: în testele privind funcțiile cererii de monedă, cantitățile de monedă dorite de agenții economici se măsoară prin cantitățile de monedă realmente deținute de aceştia. Or, acest procedeu, folosit frecvent în econometria monetară, poate fi acceptat doar dacă se consideră că oferta de monedă este exogenă.

Dincolo de aceste aspecte analitice, rămâne că exogenitatea ofertei de monedă valorizează politica monetară în raport cu alte tipuri de politici economice. Căci, concluzia care se desprinde din analizele efectuate pornind de la această ipoteză este că, prin controlul „bazei monetare", politica monetară dispune de un instrument aparent simplu şi eficace, cel puțin pe termen scurt. Aceste avantaje tind însă să dispară în cazul în care oferta de monedă este o mărime endogenă.

2.4. Oferta endogenă de monedă

O variabilă endogenă este o variabilă explicată economic, adică o variabilă care depinde de alte variabile economice prin anumite legături cauzale care, dincolo de analiza macroeconomică, sunt stabilite de însuşi comportamentul rațional al agenților economici.

Aplicată la oferta de monedă formată într-un sistem bancar cu două nivele, această caracteristică înseamnă că autoritățile monetare nu stabilesc în mod discreționar cantitatea de monedă existentă în economie. Într-un sistem bancar ierarhizat, o asemenea situație este posibilă în următoarele două cazuri:

1) legătura dintre cantitatea de „monedă primară", pe de o parte, şi oferta totală de monedă, pe de altă parte, nu este stabilă, ceea ce face să nu se aplice *ad literam* logica multiplicatorului;

2) „baza monetară", creată de banca centrală, este ea însăşi endogenă.

Faptul că „baza monetară" este endogenă se poate explica, la rândul său, în două moduri:

a) banca centrală are o atitudine pasivă față de comportamentele raționale ale băncilor comerciale și ale agenților economici nebancari;

b) banca centrală determină „baza monetară" nu într-un mod discreționar, ci ca urmare a analizei economice a evoluțiilor și tendințelor care se manifestă în economie.

Aceste diverse explicații ale endogenității ofertei de monedă au fost dezvoltate de trei curente de gândire monetară contemporane:

1) așa-numita „noua orientare" (*New View*);

2) teoria ofertei de credit;

3) analiza economică a deciziilor autorităților monetare.

2.4.1. Noua orientare (*New View*)

„Noua orientare" (New View) este acea concepție cu privire la fenomenele monetare și financiare, după care ceea ce contează pentru buna funcționare a economiei este nu atât cantitatea de monedă, cât gradul de lichiditate al economiei asigurat de întreaga gamă a activelor lichide create de sistemul financiar-bancar moedern. Această concepție este expusă în *„Raportul Radcliffe"*[1], precum și în lucrările publicate la sfârșitul anilor '50 și începutul anilor '60 ai secolului trecut de economiștii americani J. Gurley și E. Shaw[2], J. Tobin[3] etc. Contribuția reprezentanților acestei orientări constă în modernizarea analizei monetare prin adoptarea unor idei monetariste și înscrierea lor într-un cadru teoretic keynesian.

Principalele elemente ale acestei concepții sunt:

1) concentrarea atenției mai degrabă asupra noțiunii de „lichiditate" decât asupra noțiunii de „monedă";

2) importanța deosebită acordată intermediarilor financiari nebancari;

3) evidențierea rolului ratei dobânzii ca variabilă comportamentală esențială la nivelul instituțiilor financiare și al publicului.

1) Concentrarea atenției mai degrabă asupra noțiunii de „lichiditate" decât asupra monedei este consecința concepției keynesiene cu privire la monedă ca activ, în care calitatea monedei de a fi lichidă are întâietate față de funcția sa de mijloc de schimb.

---

[1] — *Radcliffe Report*, ed. cit.

[2] — Gurley J. G., Shaw E. S., *Money in a Theory of Finance*, ed. cit.

[3] Tobin J., *Commercial Banks as Creators of Money*, în: Irwin R.D., (ed.), *Banking and Monetary Studies*, Homewood, 1963.

Pe această linie de gândire, autorii citați arată că existența unei game largi şi continue de active lichide conduce la adoptarea unor agregate monetare largi, la reducerea rolului bancnotelor şi a monedei scripturale şi la utilizare unor active financiare cu grad mare de lichidiate. Aceşti substituienți ai „monedei primare" şi ai „monedei de bancă" imprimă publicului un comportament de investitor, conferind teoriei alegerii portofoliului optim un rol explicativ esențial atât în ceea ce priveşte fenomenul deținerii de monedă, cât şi în privința tendinței de diminuare a influenței controlului monetar observate în economiile moderne. În definitiv, sistemul bancar nu poate creea monedă, decât dacă publicul larg doreşte acest lucru, iar preferința pentru lichiditate a acestuia din urmă se poate manifesta şi cu privire la substituienții monedei existenți în economiile contemporane.

2) Importanța deosebită acordată intermediarilor financiari nebancari se explică prin faptul că, în condițiile menționate mai sus, aceste aşezăminte se află în concurență cu băncile pentru satisfacerea preferinței pentru lichiditate în sens larg. Ca urmare, analiza sectorului bancar singur nu mai este suficientă pentru înțelegerea ofertei de monedă, trebuind înlocuită cu o analiză a ansamblului sistemului financiar, care cuprinde, deci, şi intermediarii financiari nebancari, emitenți de active financiare substituibile cu moneda. Căci, într-o măsură chiar mai mare decât populația, instituțiile financiare, inclusiv băncile, au comportamente de investitori (instituționali), încearcând să-şi optimizeze structura portofoliului de active pe care le dețin. Oferta lor de credite, depozite şi alte produse financiare rezultă din aceste decizii de selecție a portofoliului optim, ceea ce face ca această ofertă să depindă mai puțin de constrângerea reprezentată de alimentarea cu monedă primară de către banca centrală şi mai mult de elementele care intervin în deciziile de optimizare a structurii portofoliului instituțiilor financiare, bancare şi nebancare (randamente, riscuri etc.).

3) Evidențierea rolului ratei dobânzii ca variabilă comportamentală esențială la nivelul instituțiilor financiare şi publicului este consecința remarcării importanței acestui factor în deciziile de investiții. Într-adevăr, deciziile instituțiilor financiare, ce se referă în principal la opțiunea între constituirea de depozite (la vedere şi la termen) şi/sau deținerea de bonuri de tezaur, precum şi deciziile publicului, ce privesc deținerea de active monetare şi/sau active financiare cu grad mare de lichiditate, sunt dependente, în mod

evident, de randamentele diverselor tipuri de plasamente şi, deci, de rata dobânzii. Mai precis, în gestionarea portofoliului lor, agenţii economici au în vedere randamentul şi riscul (apreciat subectiv) aferent fiecărui activ. Ei încearcă să găsească acea structură de active care este optimă din punct de vedere al raportului randament-risc la nivelul întregului portofoliu, ştiut fiind faptul că moneda are atât un randament nul, cât şi un risc nul.

Acest comportament este reprezentat în figura nr. 4, care este valabilă pentru cazul simplificat în care există un singur tip de active financiare, şi anume obligaţiuni cu dobândă fixă, r.

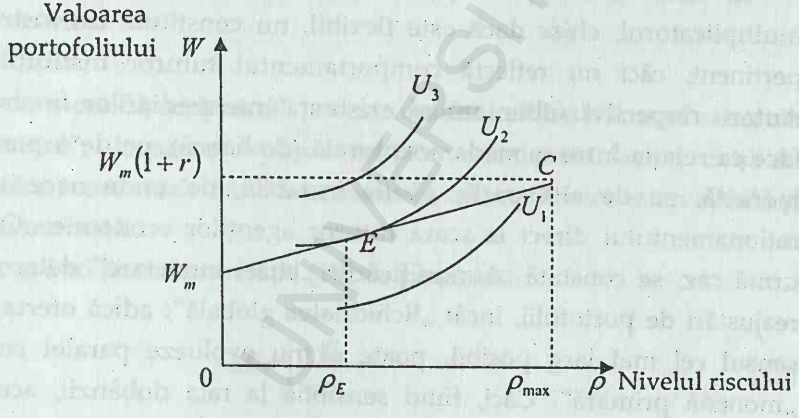


Fig. nr. 4: Selecţia portofoliului

După cum se observă din figura de mai sus, la o valoare iniţială dată a portofoliului, W, există un nivel, W_m, deţinut integral sub formă de monedă, pentru care riscul este nul, $\rho = 0$; există, de asemenea, un nivel, $W_m(1+r)$, deţinut integral sub formă de titluri, pentru care riscul este maxim, ρ_{max}.

Curbele U sunt „curbe de indiferenţă", în sensul că reprezintă acele combinaţii între randament şi risc pentru care agenţii economici nu au nici o reacţie. Forma acestor curbe corespunde ipotezei că agenţii economici nutresc aversiune faţă de risc (sunt riscofobi, *risk-averters*): utilitatea este considerată crescătoare în raport cu valoarea portofoliului şi descrescătoare în raport cu riscul.

Segmentul de dreaptă W_mC reprezintă domeniul structurilor posibile ale portofoliului, fiind echivalent cu „restricţia bugetară".

Pentru o rată a dobânzii, r, şi un risc, ρ, cu valori date, maximizarea utilităţii portofoliului se obţine prin realizarea structurii E, care este punctul de tangenţă al dreptei ce reprezintă constrângerea bugetară la curba de indiferenţă U_2, care este cea mai ridicată dintre curbele compatibile.

Aplicată la comportamentul de investitor al băncilor şi al publicului, această analiză — care constituie o dezvoltare logică a conceptului de „speculaţie" din teoria keynesiană — demonstrează că parametrii α şi β din formula multiplicatorului depind de rata dobânzii[1].

În acest context, adepţii „noi orientări" (*New View*) consideră că multiplicatorul, chiar dacă este flexibil, nu constituie un instrument analitic pertinent, căci nu reflectă comportamentul tuturor instituţiilor financiare. Autorii respectivi subliniază că existenţa intermediarilor financiari nebancari face ca relaţia între moneda scripturală (de bancă), pe de o parte, şi oferta de monedă, pe de altă parte, să fie instabilă, de unde necesitatea efectuării raţionamentului direct la scara tuturor agenţilor economici. Or, în acest din urmă caz, se constată că modificările „bazei monetare" determină asemenea reajustări de portofolii, încât „lichiditatea globală", adică oferta de monedă în sensul cel mai larg posibil, poate să nu evolueze paralel cu cantitatea de „monedă primară". Căci, fiind sensibilă la rata dobânzii, această ofertă de monedă endogenă nu este legată exclusiv de „moneda primară".

Ca urmare, reprezentanţii acestei orientări recomandă ca, în loc să ducă o politică de control al „bazei monetare", autorităţile monetare să acţioneze asupra ratei dobânzii, deoarece aceasta le permite controlul întregului ansamblu de instituţii financiare existente în economie[2].

2.4.2. Oferta de monedă şi oferta de credit

Un argument în sprijinul ideei că oferta de monedă este endogenă este că această mărime economică depinde de oferta de credit emanată de la băncile comerciale, pe care banca centrală le refinanţează mai mult sau mai puţin automat.

---

[1] — Brunner K., Meltzer A.H., *Some Further Investigations of Demand and Supply Functions of Money*, ed. cit.

[2] — De ex., Tobin J., *A General Equilibrium Approach to Monetary Theory*, Journal of Money, Credit and Banking, 1, 1969; Modigliani F., *The Monetarist Controversy or Should We Forsake Stabilization Policies?*, American Economic Review, Mars, 1977.

Mărimea ofertei de credite, C, este egală cu diferența dintre cantitatea de monedă scripturală creată, M_s, şi cantitatea de „monedă primară" păstrată în rezerve, $\alpha \cdot M_s$:

$$C = (1-\alpha)M_s \tag{13}$$

sau:

$$M_s = \frac{C}{1-\alpha} \tag{14}$$

unde:

α - rata rezervelor.

Cantitatea de monedă scripturală nu este determintă însă în mod mecanic de „baza monetară", deoarece depinde nu numai de acest factor, ci şi de volumul creditelor acordate de băncile comerciale, afirmație care este valabilă şi pentru oferta de monedă.

Ca urmare, având în vedere relația (10), se poate scrie:

$$M = \frac{1+\beta}{1-\alpha} \cdot C \tag{15}$$

În această interpretare, oferta de credite, C, rezultă din tendința băncilor comerciale de maximizare a profiturilor, ale căror decizii se impun unei bănci centrale care are o atitudine „pasivă" în ceea ce priveşte emisiunea de „monedă primară". Această funcționare a unui sistem bancar cu două niveluri într-un mod invers în raport cu „multiplicatorul" este considerată o caracteristică a economiilor în care agenții economici lucrează pe datorie (descoperit, *overdraft*), aşa cum a fost, de exemplu, economia României în anii '90.

Astfel, după cum arată J. Hicks[1], sectorul intreprinderilor, inclusiv cele financiare, poate fi împărțit în două sub-sectoare, diferențiate în funcție de modul de finanțare. Primul, aşa-numit „autosuficient" (*auto-sector*), îşi satisface nevoile de lichidități prin deținerea de active lichide negociabile pe piață; al doilea, aşa-numit „descoperit" (*overdraft sector*), îşi satisface nevoile de lichiditate prin împrumuturi automate sau aparent automate.

[1] — Hicks J., *The Crisis in Keynesian Economics*, Basil Blackwell, New York, 1974.

Utilizată pentru a diferenția în general sistemele bancare şi financiare, această delimitare permite distincția între cazurile în care constituirea de rezerve în „monedă primară" de către băncile comerciale precede oferta lor de credite, pe de o parte, şi cazurile în care rezervele respective sunt obținute printr-o refinanțare ulterioară, realizată prin angajarea de împrumuturi de la banca centrală după ce creditele au fost acordate clienților, pe de altă parte.

În primul caz, legătura de cauzalitate este orientată de la „moneda primară" la moneda scripturală, în conformitate cu relația (12).

În cazul al doilea, în care banca centrală este „pasivă", legătura de cauzalitate este inversă şi poate fi scrisă în forma:

$$H = \frac{M}{k} \tag{16}$$

sau:

$$H = \bar{k}M \tag{17}$$

unde:

$\bar{k} = \frac{1}{k} = \frac{\alpha + \beta}{1 + \beta} < 1$

este „divizorul monetar".

„Pasivitatea" băncii centrale poate avea diverse cauze, dintre care cele mai importante sunt inexistența pieței monetare (interbancare) sau dimensiunile reduse ale acesteia. Într-adevăr, în situația în care băncile comerciale nu îşi pot satisface necesitățile de lichidități de la agenții nefinanciari excedentari, care fie nu există, fie — dacă există — sunt excluşi instituțional de pe piața monetară, banca centrală este nevoită, pentru a evita un risc sistemic, să permită băncilor de rangul doi un acces nelimitat la propria sa refinanțare. Această pasivitate a băncii centrale nu exclude acțiunea sa prin intermediul taxei de rescont (costului de refinanțare), ori a ratei rezervelor obligatorii, ceea ce atenuează endogenitatea ofertei de monedă. Totuşi, în cazul în care oferta de credite a băncilor comerciale este forța care se manifestă inițial, caracterul endogen amintit este doar atenuat, nu complet eliminat.

În aceste condiții, explicarea ofertei de monedă revine în mare măsură la explicarea ofertei de credit. Analiza monetară modernă propune două explicații principale cu privire la modul de formare a ofertei de credit, întemeiate amândouă pe studiul microeconomic al comportamentului băncilor comerciale:

1) teoria intreprinderii bancare;

2) teoria raționalizării creditului.

1) Teoria intreprinderii bancare pornește de la ideea că o bancă comercială (prin extensie, întregul sistem bancar comercial) este o firmă ca oricare alta, al cărui scop este maximizarea profitului. Pe acestă bază, pot fi construite apoi diverse modele de optimizare a deciziilor bancare, similare cu modelele utilizate pentru descrierea deciziilor intreprinderile productive.

Unul din cele mai simple modele de acest gen este cel în care profitul bancar, π, este definit ca diferență între randamentul total al creditelor acordate, $g(C)$, şi costurile de funcționare, presupuse a fi formate din costurile implicate de constituirea rezervelor, $f(R)$, şi din costuri fixe, F:

$$\pi(C) = g(C) - [f(R) + F] \tag{18}$$

unde mărimea rezervelor, R, depinde de volumul creditului, C.

Pentru a afla punctul în care profitul bancar este maxim, se calculează derivata de ordinul unu al funcției (17), care apoi se egalează cu zero:

$$\pi'(C) = g'(C) - f'(R) \cdot \frac{dR}{dC} = 0 \tag{19}$$

unde:

$f'(R)$- costul unitar de refinanțare;

$R = \alpha + \beta$;

$\frac{dR}{dC}$ - divizorul creditului.

Nivelul optim al creditului, C^*, se obține prin rezolvarea ecuației (19).

Introducând apoi această mărime în relația (15), se determină oferta de monedă corespunzătoare.

O modalitate interesantă de nuanțare a acestei analize constă în introducerea ipotezei că băncile comerciale se înțeleg între ele să formeze oligopoluri. În modul acesta, comportamentul băncilor poate fi descris cu ajutorul teoriei tradiționale a monopolului: tendința de maximizare a profitului determină un asemenea preț al creditului încât venitul marginal să fie egal cu costul marginal; cu ajutorul funcției cererii de credit, presupusă a fi elastică față de preț, se determină apoi volumul optim al creditului şi, deci, oferta de monedă.

Se demonstrează că, în condiții de optim, venitul marginal este mai mic decât prețul cu o sumă care depinde de elasticitatea cererii (teorema Amoroso-Robinson). Această sumă poate fi interpretată ca fiind marja de profit bancar (*spread*) aferentă creşterii marginale a volumului creditului, având în vedere că venitul marginal se calculează pe baza venitului mediu şi a ratei profitului prin relația:

$$dV = \overline{V}(1-\mu) \tag{20}$$

unde:

dV -venitul marginal;

$\overline{V}$ -venitul mediu;

μ -rata profitului bancar.

În formă grafică, aceste raționamente pot fi reprezentate astfel:

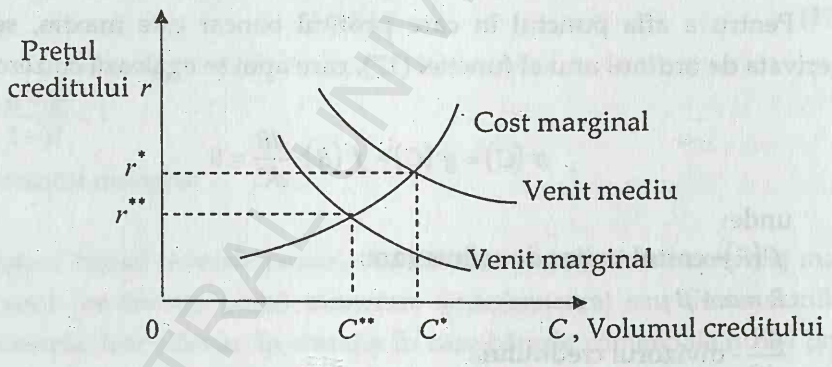


Fig. nr. 5: Intreprinderea bancară şi oferta de credit

unde:

(C^*, r^*) — volumul şi prețul creditului (rata dobânzii debitoare) în condiții de concurență perfectă;

(C^{**}, r^{**})- volumul şi prețul creditului în condiții de oligopol.

Rezultă că oferta de monedă este diferită, în funcție de structura pieței monetare (interbancare): ea este mai mare şi are costuri mai mici în situația de concurență, decât în situația de oligopol.

Acest rezultat interesant — obținut prin aplicarea la sistemul bancar a analizei microeconomice a firmei — se bazează totuşi pe o ipoteză discutabilă: cererea de credit aferentă prețului creditului (dobânzii) în vigoare este integral

satisfăcută. Or, existența riscului de nerambursare de către debitor face ca băncile să nu satisfacă toate cererile de credite ce le sunt adresate.

În cadrul analizei tradiționale a firmei, luarea în considerare a riscului de faliment relevă ceea ce se numește „monopol discriminator". Conform acestui concept, transpus în domeniul bancar, discriminarea solicitanților de credite se realizează prin dobânzile mai mari pe care băncile le pretind pentru a acorda credite debitorilor răi platnici, astfel încât dobânzile respective să cuprindă și prima de risc corespunzătoare. Aceasta are ca efect segmentarea în diverse moduri a pieței creditului, însă nu schimbă cu nimic faptul că, în cadrul fiecărui segment, cererea ce se manifestă la prețul propus este integral satisfăcută.

Explicarea fenomenului „curățării pieței" de anumite cereri de credit, din cauza riscului de faliment al debitorilor, necesită însă depășirea teoriei intreprinderii bancare și adoptarea a ceea ce se numește teoria rațională a creditului.

2) Teoria rațională a creditului, expusă în lucrările de pionerat ale lui R. Roosa[1] și D. Hodgman[2] și dezvoltată apoi de numeroși alți autori, își propune să explice cauzele pentru care piața creditului nu se ajustează durabil prin variațiile prețului creditului (dobânda), chiar și atunci când rata dobânzii nu prezintă o rigiditate exogenă. Conform acestei teorii, „raționalizarea" creditului este o situație în care băncile nu satisfac toate cererile de credit ce le sunt adresate, deoarece este mai avantajos pentru ele ca, în loc să majoreze dobânzile, să nu-și utilizeze întregul potențial de creditare. Favorizată de contextul unei economii în care se lucrează pe datorie (descoperit), o asemenea situație este explicată în literatură în trei moduri:

a) O primă explicație este cea oferită de D. Jaffee și F. Modigliani[3], după care băncile grupează clienții în clase de risc, propunându-le o dobândă diferită de la o clasă la alta. Deși fiecare clasă corespunde unui anumit tip de risc, în interiorul fiecărei clase există clienți cu nivel de risc diferit, iar unora dintre ei li se pot propune dobânzi individuale mai mari (sau mai mici) decât dobânda clasei în care sunt încadrați. În mod concret, băncile sunt interesate să acorde credite clienților buni platnici, care prezintă riscurile cele mai mici în interiorul

---

[1] — Roosa R., *Interest Rates and the Central Bank*, în: *Money, Trade and Economic Growth*, MacMillan, New York, 1951.

[2] — Hodgman D., *Credit Risk and Credit Rationning*, Quarterly Journal of Economics, Mai, 1960.

[3] — Jaffee D., Modigliani F., *A Theory and Test of Credit Rationing*, American Economic Review, Decembre, 1969.

clasei din care fac parte şi să raţionalizeze (limiteze) creditele acordate celorlalţi clienţi. Selecţia se realizează prin impunerea unor condiţii de creditare diferenţiate (termene, garanţii etc.) şi are ca efect amintita raţionalizare a creditului, cu tot ceea ce implică aceasta în planul formării ofertei de monedă.

Această teoretizare a vechiului adagiu „creditele se acordă doar celor bogaţi" are meritul că este în concordanţă cu o îndelungată practică bancară, însă prezintă inconvenientul că se bazează pe ipoteza *ad hoc* a existenţei claselor de risc.

b) A doua explicaţie a fenomenului raţionalizării creditului a fost propusă de J. Stiglitz[1] şi se bazează pe conceptul de „informare imperfectă"[2]. Conform acestei interpretări, băncile comerciale nu se adaptează automat la o cerere de credit excedentară prin majorarea ratei dobânzii, deoarece o asemenea atitudine ar avea un dublu efect: selecţia negativă şi riscul moral (*moral hazard*).

Selecţia negativă se produce ca urmare a renunţării la angajarea de împrumuturi de către clienţii buni platnici, care, confruntându-se cu majorarea de către băncile finanţatoare a ratei dobânzii, preferă să-şi abandoneze proiectele, lăsând, deci, pe piaţă doar clienţii mai puţin prudenţi, marcaţi de riscuri de faliment importante.

Riscul moral (*moral hazard*) apare din cauză că, prin majorarea dobânzii de către bănci, clienţii sunt presaţi să încerce să realizeze proiecte cu randament aşteptat mai mare, însă care prezintă totodată şi riscuri mai ridicate.

Aceste două efecte au drept consecinţă reducerea ratei profitului bancar aşteptat, care depinde de rata dobânzii conform curbei din figura nr. 6:

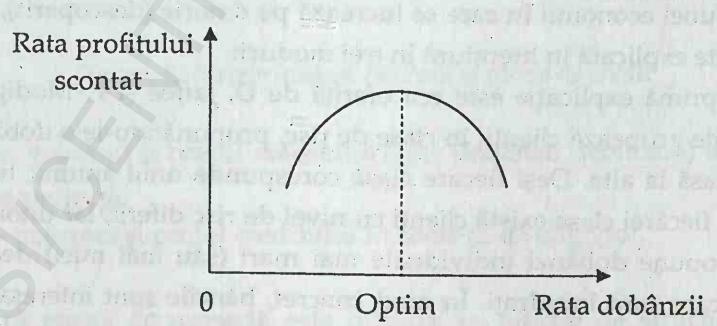


Fig. nr.6: Informarea imperfectă şi dobânda optimă

[1] — Stiglitz J., *The Dependence of Quality on Price*, Journal of Economic Literature, Mars, 1987.
[2] — Stiglitz J., Weiss A., *Credit Rationning in Markets with Imperfect Information*, American Economic Review, Juin, 1981.

Se observă că există un nivel optim al ratei dobânzii, care maximizează rata profitului aşteptat de bănci şi că, după atingerea acestui nivel, oferta de credit se reduce. Or, dacă, la acest nivel optim al ratei dobânzii, cererea de credit este mai mare decât oferta de credit, nu se mai produce ajustarea ratei dobânzii, ci raționalizarea volumului creditului, în sensul respingerii anumitor cereri.

c) A treia explicație, propusă, de exemplu, de E. Koskela[1], postulează, de asemenea, că băncile comerciale au un comportament rațional, însă are în vedere o situație de dezechilibru a pieței creditului. În această interpretare, băncile nu acomodează întotdeauna condițiile de acordare a creditului (termene, garanții etc.) la nivelul de risc specific clientului, din cauza costurilor implicate de o asemenea operațiune, cum ar fi, cheltuielile implicate de informarea personalului şi a clientelei despre schimbările intervenite în politica de afaceri. Ca urmare, se poate admite că, în cadrul anumitor limite, în interiorul cărora costurile de ajustare sunt mai mari decât câştigurile sperate prin optimizarea condițiilor de creditare, băncile nu modifică condițiile de creditare respective. În consecință, se poate considera că, în cadrul acestor limite, dobânda şi celelalte condiții de creditare sunt fixe, iar ajustarea se face prin modificarea (raționalizarea) volumului creditului.

Analizele care evidențiază legătura dintre oferta de monedă şi oferta de credit sunt relevante mai ales în cazul „economiilor descoperite", în care majoritatea intreprinderilor lucrează pe datorie. Relevanța analizelor respective scade însă pe măsură ce — ca urmare a progresului reformei economice sau a altor factori — caracteristicile acestui tip de economie se atenuează.

2.4.3. Analiza economică a deciziilor autorităților monetare

În legătură cu rolul pe care autoritățile monetare îl au în dimensionarea cantității de monedă, în literatură există două concepții. Prima este amintita concepție tradițională, după care oferta de monedă este o mărime exogenă, în sensul că autoritățile au o capacitate absolută de a controla cantitatea de monedă pe care o pun în circulație. A doua concepție face parte din „teoria deciziilor publice"[2].

---

[1] — Koskela E., *A Study of Bank Behavior and Credit Rationing*, Academia Scientarum Fennica, Helsinki, 1976.

[2] — Teoria deciziilor publice are ca obiect de studiu comportamentele alegătorilor, politicienilor şi guvernanților, precum şi interacțiunile acestora în cadrul sistemului social în contextul unor

Conform acestei din urmă concepții, formulate pentru prima dată de K. Acheson şi S. Chant[1], banca centrală este o ramură a birocrației — în sens funcțional, nu peiorativ —, iar, la fel ca orice birocrat, încearcă să-şi maximizeze bugetul[2]. Mai precis, fiind chiar mai independentă din punct de vedere financiar față de forul superior (de regulă, parlamentul) decât o agenție guvernamentală oarecare, banca centrală încearcă să-şi maximizeze bugetul în mod discreționar, în sensul că încearcă să majoreze la maximum ecartul dintre veniturile şi costurile sale de funcționare.

Fenomenul se manifestă inclusiv în cazul în care banca centrală este obligată să verse la bugetul statului profitul pe care îl realizează. Căci, şi în acest caz, banca centrală, la fel ca orice organ administrativ, încearcă să-şi reducă profitul contabil pentru a beneficia de o parte din profitul real sub formă de salarii, diverse avantaje nesalariale conferite angajaților, operațiuni de imagine şi de comunicare, extinderea rețelei de sucursale etc.

Părerile cu privire la consecințele comportamentului birocratic al băncii centrale asupra nivelului oferte de monedă sunt însă diferite.

Unii autori, ca de exemplu, A. Breton şi R. Wintrobe[3], consideră că tendința de maximizare discreționară a profitului determină restrângerea ofertei de monedă, deoarece o asemenea politică financiară dusă de banca centrală este însoțită adesea de creşterea prețului produselor financiare pe care aceasta le oferă băncilor comerciale (dobînzi ridicate percepute la creditele de refinanțare acordate acestora din urmă; dobânzi mici bonificate la rezervele obligatorii; taxe şi comisioane ridicate percepute pentru serviciile prestate băncilor comerciale în cadrul sistemului de plăți; etc.).

---

reguli constituționale alternative. Comportamentele respective sunt descrise cu ajutorul funcțiilor de utilitate, teoriei jocurilor, teoriei deciziilor şi al altor tipuri de modele economice. Reprezentanții cei mai cunoscuți sunt: D. Black, J. Buchanan, G. Tullock, K. Arrow, M. Olson etc.

[1] — Acheson K., Chant S., *Mythology and Central Banking*, Kyklos, 2, 1973; *Bureaucratic Theory and the Choice of Central Bank Goals*, Journal of Money, Credit and Banking, Mai, 1973.

[2] — A se vedea şi lucrarea autorului: Cerna S., *Banca centrală. Credibilitate şi independență*, Editura Sedona, Timişoara, 2002, p. 58-63.

[3] — Breton A., Wintrobe R., *A Theory of „Moral Suasion"*, Journal of Economics, Mai, 1978; *The Logic of Bureaucratic Conduct*, Cambridge University Press, Cambridge, 1982.

Alți autori, ca de exemplu, M. Toma[1], W. Shugart și R. Tollison[2], T. N'Guessan[3] etc., consideră că, dimpotrivă, amintitul comportament birocratic al băncii centrale poate provoca o creșterea excesivă a ofertei de monedă. Într-adevăr, se constată adesea că, pentru a justifica creșterea cheltuielilor sale generale, banca centrală sporește volumul creditelor de refinanțare pe care le acordă băncilor comerciale, ceea ce are ca efect creșterea distorsionată a ofertei de monedă.

În cee ce privește efectele exercitate de comportamentul birocratic al băncii centrale asupra modului de funcționare a mecanismelor ofertei de monedă, părerile sunt mai puțin împărțite. Astfel, opinia dominantă în literatură este că tendința de creștere a puterii funcționarilor publici este asimilabilă cu comportamentul așa-numiților „căutători de rentă" (*rent-seekers*) și că, în cazul băncilor centrale, acest comportament are ca efect reticența unora dintre ele de a adopta strategii de politică monetară orientate spre controlul „bazei monetare" și, deci preferința manifestată adesea de instituțiile respective pentru controlul direct al creditului, adică pentru măsuri de politică monetară de natură administrativă. Într-adevăr, această strategie mărește puterea băncii centrale asupra băncilor de rangul doi, ceea ce îi permite să compenseze eventualele pierderi pe care le suportă ca urmare a variațiilor dobânzii sau ale cursului de schimb[4].

O modalitate de limitare a comportamentului birocratic al băncii centrale este intervenția politică a guvernului sau, în cazul în care independența băncii centrale este prevăzută prin lege, fixarea ca obiectiv statutar al acesteia asigurarea stabilității prețurilor.

În primul caz, oferta de monedă este influențată de starea relațiilor dintre banca centrală și guvern, problemă care poate fi studiată cu ajutorul teoriei

---

[1] — Toma M., *Inflationary Bias of the Federal Reserve System: A Bureaucratic Perspective*, Journal of Monetary Economics, 10, 2, 1982.

[2] — Shugart W., Tollison R., *Preliminary Evidence on the Use of Inputs by The Federal Reserve System*, American Economic Review, 73, 1983.

[3] — N'Guessan T., *Un modele de Comportament Bureaucratique de la Banque Centrale*, Revue Economique, 5, 19991.

[4] — Aubin C., *Les determinants Politiques de la Politique Monetaire: Analyse Theorique et Etude Econometrique du Cas Francais*, Universite de Poitiers, Octobre, 1983; Levacic R., *Bank of England: Servant or Master?*, Journal of Economic Affairs, Juillet, 1983.

jocurilor[1]. Cea mai cunoscută aplicație a teoriei jocurilor la studiul politicii monetare este modelul elaborat la începutul anilor '80 de R. Barro și D. Gordon[2], care este un model cu doi jucători (banca centrală și economia reală). Aplicat la cazul unui joc în care cei doi jucători sunt banca centrală și guvernul, acest model conduce la concluzia că oferta de monedă este o mărime nedeterminată.

În cazul al doilea, banca centrală trebuie să concilieze obiectivul propriu, care este maximizarea profitului, cu obiectivul statutar, care este stabilitatea prețurilor, problemă care poate fi rezolvată cu ajutorul unei funcții de utilitate preluate din teoria microeconomică. Astfel, folosirea amintitului instrument analitic relevă că realizarea compromisului între obiectivele menționate implică o dublă pierdere pentru banca centrală, deoarece nici unul din cele două obiective nu este integral realizat: nici obiectivul propriu al maximizării profitului, nici obiectivul statutar al asigurării stabilității prețurilor. Pornind de aici, se caută apoi punctul de minim al acestei funcții, a cărui găsire permite, mai departe, determinarea volumului optim al operațiunilor de *open market* (vânzări-cumpărări de titluri de stat) pe care trebuie să le efectueze banca centrală și, deci, mărimea optimă a ofertei de monedă.

*

* *

Indiferent de caracterul său — exogen sau endogen —, oferta de monedă, formată prin mecanismele descrise mai sus, este emanația unui sistem bancar cu două nivele, în fruntea căruia se află o bancă centrală. Această modalitate de organizare a procesului de aprovizionare cu monedă a economiei nu este însă singura posibilă, fapt subliniat adesea în ultimul timp în literatură, ca urmare a insatisfacției create de actualul sistem. Înainte însă de a discuta alternativele fezabile, este necesară prezentarea aspectelor tehnice ale mecanismelor creației monetare în cadrul sistemului bancar ierarhizat.

---

[1] — Teoria jocurilor este teoria modelelor matematice de adoptare a deciziilor optime în condiții de conflict sau nedeterminare (*Dicționar de matematică și cibernetică în economie*, Editura științifică și enciclopedică, București, 1979, p. 673).

[2] — Barro R., Gordon D., *Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy*, Journal of Monetary Economics, 12 (1), 1983, p. 101-122. A se vedea și cap. IX, §1 *infra*.

2.5. Analiza tehnică a ofertei de monedă

2.5.1. Bilanțurile băncilor ca bază de date pentru analiza variațiilor masei monetare

Principalele informații necesare pentru analiza tehnică a creației monetare realizate într-un sistem bancar cu două nivele se găsesc în bilanțurile băncilor. După cum am arătat, masa monetară totală figurează în pasivul bilanțului băncilor, iar contrapartidele acesteia, în activ. De asemenea, în pasivul bilanțurilor băncilor sunt înregistrate datoriile nemonetare ale instituțiilor respective, iar în activ apar şi acele plasamente care nu constituie contrapartide ale masei monetare.

Rezultă că bilanțurile băncilor conțin, pe de o parte, informații cu privire la mărimea şi structura masei monetare, iar pe de altă parte, informații despre fluxurile care provoacă modificarea acestor parametrii. De asemenea, lucrările contabile respective conțin informații despre tranazacțiile efectuate de agenții nebancari în procesul de creare, utilizare şi desființare a monedei.

Or, la fel ca celelalte informații bilanțere, toate aceste date sunt complete şi sistematice, exacte şi operative. Comparativ cu alte surse alternative de informații statistice referitoare la stocurile şi fluxurile monetare, baza de date reprezentată de bilanțurile băncilor are avantajul de a cuprinde informații sigure cu privire la milioane de clienți, ceea ce este dificil de obținut pe alte căi.

În cele ce urmează, vom avea în vedere, într-o primă fază, bilanțul consolidat al sistemului bancar, adică un bilanț care nu cuprinde, deci, datoriile şi creanțele interbancare. Ulterior, când vom evidenția rolul „monedei primare", create de banca centrală, precum şi fenomenul de multiplicare a creditului şi a masei monetare, va fi necesară delimitarea bilanțului băncii centrale, pe de o parte, şi a bilanțurilor băncilor comerciale, pe de altă parte.

La fel ca oricare alt bilanț, bilanțul consolidat al sistemului bancar se caracterizează prin cunoscuta identitate:

$$A = P \tag{21}$$

unde:

A - valoarea totală a activului bilanțului consolidat al sistemului bancar;

P - valoarea totală a pasivului bilanțului consolidat al sistemului bancar.

Având în vedere că masa monetară figurează în pasivul bilanțului consolidat, se mai poate scrie:

$$P = M + P^* \tag{22}$$

unde, pe lângă notațiile anterioare:

M - masa monetară;

P^* - pasivele nemonetare, adică datoriile (angajamentele) băncilor necuprinse în masa monetară în definițiile uzuale ale acesteia.

În consecință, ecuația de principiu a masei monetare este:

$$M = A - P^* \tag{23}$$

Ecuația (3) arată că masa monetară este egală cu diferența dintre valoarea activului bilanțului consolidat al sistemului bancar, A, şi valoarea pasivelor nemonetare din bilanțul respectiv, P*.

Această ecuație este totuşi mult prea simplă pentru a putea fi folosită ca atare în analiza modificărilor ofertei de monedă. De aceea, este necesară diferențierea variabilelor din partea dreaptă a ecuației, astfel încât să se evidențieze fluxurile prin care se modifică masa monetară.

O grupare relevantă din acest punct de vedere este cea care permite evidențierea acțiunii celor trei categorii de agenți economici implicați în procesul creației monetare: banca centrală, băncile de rangul doi (şi celelalte instituții de credit asimilate) şi agenții economici nebancari. În plus, este necesară o asemenea regrupare încât să fie posibilă relevarea influenței exercitate asupra ofertei de monedă de tranzacțiile efectuate de agenții economici autohtoni cu nerezidenții.

Pentru a îndeplini toate aceste cerințe, fluxurile reflectate de variabilele din partea dreaptă a ecuației (3) sunt grupate astfel:

a) fluxuri interne de modificare a masei monetare şi fluxuri externe de modificare a masei monetare[1];

b) fluxuri legate de sectorul bancar şi fluxuri legate de ceilalți agenți economici;

[1] — Noțiunile de „intern" şi „extern" se referă aici la teritoriul țării.

c) în interiorul sectorului bancar, fluxuri legate de banca centrală şi fluxuri legate de băncile comerciale şi celelalte instituţii de credit.

Delimitarea factorilor interni ai creaţiei monetare de factorii externi ai acestui proces are o importanţă deosebită, deoarece caracterul endogen sau exogen al factorilor respectivi este diferit. Astfel, variaţiile masei monetare produse de factorii externi au drept contrapartidă, de regulă, modificarea datoriilor şi/sau creanţelor externe, ceea ce permite eventuala compensare prin politici interne a efectelor inflaţioniste sau deflaţioniste pe care le exercită variaţiile respective ale masei monetare. De exemplu, creşterea masei monetare ca urmare a sporirii rezervelor valutare ale băncii centrale şi, respectiv, în urma creşterii disponibilităţilor valutare ale băncilor comerciale, are drept contrapartidă rezervele şi disponibilităţile respective, ce pot fi folosite pentru a finanţa operaţiunile de reglare a masei monetare efectuate de banca centrală pe piaţa internă. Totuşi, aspectul cu adevărat important în contextul discuţiei de faţă este că fluxurile valutare au o acţiune specifică asupra mărimii şi dinamicii ofertei de monedă naţională şi că, depinzând în principal de activitatea agenţilor economici nebancari (importatori, exportatori etc.), aceste fluxuri permit o intensă acţiune a secorului nebancar asupra evoluţiei masei monetare.

Spre deosebire de tranzacţiile cu străinătatea, tranzacţiile interne nu au corespondent într-un element exogen de genul volumului rezervelor valutare. În acest caz, predominante sunt, aşadar, elementele endogene; acestea ţin, în primul rând, de comportamentul băncii centrale şi al băncilor comerciale, iar în al doilea rând, de activitatea agenţilor economici nebancari. În cadrul acestui tip de tranzacţii sunt incluse, aşadar, tranzacţii al căror volum nu este limitat în mod obiectiv şi care, de aceea, pot avea o valoare arbitrară. Această caracteristică a tranzacţiilor interne înseamnă, pe de o parte, că băncile autohtone, îndeosebi banca centrală, pot dimensiona după dorinţă, în anumite limite, mărimea ofertei de monedă pe care operaţiunile respective o generează. De asemenea, trăsătura amintită înseamnă că variaţiile ofertei de monedă, produse în modul acesta, se pot abate mult de la cererea de monedă, cu toate consecinţele care decurg de aici.

Analiza procesului de formare a ofertei de monedă pe baza bilanţurilor băncilor poate fi realizată în trei contexte explicative. Primul context este reprezentat de coroborarea variaţiilor masei monetare cu modificările posturilor din bilanţurile băncilor, al doilea se obţine prin includerea în analiză a

influenței pe care o exercită agenții (sectoarele) economici nebancari, iar al treilea apare prin includerea în analiză a factorilor comportamentali ai tuturor actorilor implicați: rata dobânzii, prețuri, riscuri etc.

Gruparea anterioară plasează analiza în primele două contexte explicative amintite; cel de-al treilea a fost adoptat în §2 *supra.*, așa că nu vom mai reveni aici asupra sa.

Diferențierea variabilelor ecuației (23) astfel încât să reflecte, pe de o parte, tranzacțiile efectuate între ei de agenții economici rezidenți, iar pe de altă parte, tranzacțiile dintre aceştia şi agenții nerezidenți se poate realiza prin delimitarea corespunzătoare a posturilor bilanțului consolidat al sectorului bancar. Astfel, notând cu indicele superior i posturile bilanțiere din prima categorie şi cu indicele superior e posturile din cea de-a doua, se obține:

$$A = A^i + A^e \tag{24}$$

$$P = P^i + P^e \tag{25}$$

sau:

$$E^i = A^i + P^i \tag{26}$$

$$E^e = A^e + P^e \tag{27}$$

unde:

A^i - creanțe ale băncilor asupra agenților nebancari autohtoni (credite acordate, titluri financiare indigene, deținute în portofoliu etc.);

A^e - creanțe asupra nerezidenților;

P^i - datorii (angajamente) ale băncilor față de agenții nebancari autohtoni (depozite, titluri financiare emise etc.), precum şi fondurile proprii ale băncilor;

P^e - datorii (angajamente) ale băncilor față de nerezidenți;

E^i - creanțe nete ale sectorului bancar față de sectoarele nebancare autohtone;

E^e - creanțe nete ale sectorului bancar față de străinătate.

Prin însăşi definiția amintitei operațiuni de delimitare a posturilor bilanțiere, se poate scrie relația:

$$E^i = -E^e \tag{28}$$

Cu alte cuvinte, soldul net al creanțelor (datoriilor) sectorului bancar față de sectoarele nebancare autohtone este egal cu soldul net al creanțelor

(datoriilor) față de străinătate, însă cu semn schimbat (soldul net al creanțelor interne este egal cu soldul net al datoriilor externe — şi invers).

Detaliind în funcție de aceste două secțiuni elemenetele de pasiv şi făcând simplificările necesare, se obține:

$$P^i = M + D^i \tag{29}$$

unde:

M - datoriile (angajamentele) băncilor care constituie elemente cuprinse în „masa monetară", în accepțiunea considerată a termenului (de exemplu, M_1);

D^i - restul datoriilor (anagajamentelor) şi fondurilor băncilor; pentru simplificare, aceste elemnte sunt luate în considerare în mod global, şi anume ca valoare totală a pasivelor (datoriilor, angajamentelor) nemonetare ale băncilor față de sectoarele nebancare autohtone.

Ecuația (28) poate fi adusă într-o formă convenabilă, introducînd în aceasta ecuația (29) şi utilizând simbolul K^i pentru totalul plasamentelor efectuate de bănci la agenții nebancari autohtoni, în locul elementului „total active interne", A^i:

$$K^i - \left(M + D^i\right) = -E^e \tag{30}$$

de unde:

$$M = K^i - D^i + E^e \tag{31}$$

Ecuația (31) arată că *masa monetară este egală cu volumul creditelor şi altor plasamente interne, K^i, din care se scade volumul angajamentelor nemonetare ale băncilor față de agenții nebancari rezidenți şi la care se adaugă soldul net al creanțelor şi datoriilor băncilor față de străinătate.*

Se observă că variabilele care, potrivit ecuației (31), determină modificarea masei monetare, respectă gruparea anterioară: variabile care depind de bănci şi variabile care nu depind de acestea (depind de agenții economici din afara sistemului bancar). Astfel, creditele şi celelalte plasamente efectuate de bănci, K^i, depind de activitatea băncilor, pe când celelalte două variabile au un caracter autonom, depinzând, în principal, de agenții din afara sectorului bancar, (D^i, E^i).

În termeni marginali, ecuația (31) poate fi scrisă astfel:

$$\Delta M = \Delta K^i - \Delta D^i + \Delta E^e \tag{32}$$

Conform ecuației (32), *creșterea masei monetare, ΔM, este egală cu creșterea volumului creditelor și celorlalte plasamente efectuate de bănci la agenții economici rezidenți, ΔK^i, diminuată cu creșterea angajamentelor nemonetare ale băncilor față de aceiași agenți, ΔD^i, la care se adugă creșterea soldului creanțelor și datoriilor băncilor autohtone față de străinătate, ΔE^e*. Cu alte cuvinte, masa monetară se modifică în aceiași direcție în care se modifică volumul creditului și al celorlalte plasamente interne și respectiv volumul creanțelor nete ale băncilor față de străinătate și în direcție opusă în raport de modificarea volumului angajamentelor nemonetare ale băncilor față de agenții nebancari autohtoni.

Ecuația (32) are un rol esențial în analiza tehnică a ofertei de monedă, deoarece variabilele sale reflectă influența celor trei factori menționați:

a) creditul bancar intern;

b) angajamentele nemonetare interne ale băncilor;

c) creanțele bancare nete față de străinătate.

2.5.2. Influența creditului bancar intern

Din ecuația (32), rezultă că acțiunea exercitată asupra ofertei de monedă de creditul bancar intern și, în general, de plasamentele efectuate de bănci la agenții economici autohtoni este una foarte simplă: creșterea acestor elemente determină o creștere de egală valoare a cantității de monedă — și invers. Această acțiune nu mai necesită alte explicații. Ceea ce trebuie, însă, cu adevărat, avuți în vedere sunt factorii care determină evoluția creditului și celelorlate plasamente bancare interne. De asemenea, este necesară examinarea modalităților prin care acești factori acționează asupra elementelor respective și, deci, asupra ofertei de monedă. Pentru simplificare, presupunem că aceste plasamente constă exclusiv în credite acordate agenților economici rezidenți.

Principalii factori de care depinde evoluția volumului creditelor acordate de bănci sunt cererea și oferta de credite.

Prin prisma analizelor anterioare privind exogenitatea sau endogenitatea ofertei de monedă, interesează măsura în care autoritățile monetare pot acționa asupra unui factor sau altul prin măsuri de politică monetară. Din acest punct de vedere, se constată că sub incidența directă a măsurilor de politică monetară se află mai ales factorii determinanți ai ofertei de credite, în timp ce asupra cererii de credite politica monetară poate acționa doar în mod indirect, prin intermediul ratei

dobânzii. Ca urmare, acțiunea asupra ofertei de credite din partea băncilor comerciale este mult mai des folosită ca strategie de reglare a ofertei de monedă, decât acțiunea asupra cererii de credite emanate de la agenții economici nebancari.

Din punct de vedere tehnic, problema factorilor determinanți ai ofertei de credite din partea băncilor revine la problema factorilor determinanți ai potențialului lor de creditare. Prin definiție, *potențialul de creditare este volumul maxim al creditelor pe care băncile le pot acorda cu condiția să rămână lichide.*

Înainte de a aborda această problemă, sunt necesare însă câteva precizări. În primul rând, deşi, la prima vedere, potențalul de creditare al băncilor este descris în mod exact de diverşi coeficienți şi corelații folosite tradițional în analiza financiară microeconomică (grad de solvabilitate, grad de lichiditate, rata rezervelor obligatorii etc.), în procesul de creație monetară întervin, în realitate, o serie de factori economici. Aceştia din urmă fac ca, la aceiaşi cantitate de „monedă primară" şi la aceleaşi nivele ale parametrilor financiari amintiți, potențialul de creditare şi volumul creditelor efectiv acordate de bănci să aibă mărimi diferite[1].

În al doilea rând, în literatură, se are în vedere potențialul de creditare al întregului sistem bancar comercial. Însă, aprofundarea problematicii modului de formare a ofertei de monedă necesită cunoaşterea inclusiv a factorilor microeconomici ai potențalului de creditare global al sistemului bancar.

În al treilea rând, factorii determinanți ai potențialului de creditare sunt de două categorii. Prima categorie ține de structura resurselor şi a plasamentelor băncilor sub aspectul duratei şi al altor caracteristici ale comportamentului clientelei. A doua categorie ține de amploarea şi de viteza amintitului proces de multiplicare. Deşi factorii respectivi acționează în mod conjugat, izolarea lor analitică permite o mai bună înțelegere a influențelor pe care aceşti factori le exercită în cadrul procesului de formare a potențialului de creditare al băncilor .

În fine, formarea potențialului de creditare trebuie privită şi în perspectivă dinamică, adică ținând seama de acțiunea factorului „timp". Tratarea tradițională a multiplicatorului ca un multiplicator maxim (şi, deci, a potențialului de creditare ca potențial maxim), care se manifestă după un număr infinit de „valuri" de creditare, nu îndeplineşte întrutotul această cerință. Căci, în realitate, factorul „timp" impune şi el restricții procesului de multiplicare, care se adaugă la restricțiile rezultate din „fuga" spre rezerve sau spre circulația cu numerar.

---

[1] — Cf. §2.4 *supra.*

2.5.2.1. Potențialul de creditare static al unei bănci

Reamintim că, prin definiție, *potențialul de creditare static al unei instituții de credit, alta decât banca centrală (numită în cele ce urmează „bancă"), este volumul maxim al plasamentelor (numite în cele ce urmează „credit"), pe care aceasta le poate avea la un moment dat, fără a-şi periclita lichiditatea*[1]. Aceasta înseamnă, practic, volumul maxim al creditului pe care o bancă îl poate acorda la un moment dat, astfel încât disponibilitățile pe care le are în contul său dechis la banca centrală să fie suficiente pentru a-i permite să facă față datoriilor exigibile (de exemplu, cererile de restituire de numerar formulate de clienți, onorarea ordinelor de plată date de aceştia etc.).

După cum rezultă din tabelul nr.1, la un moment dat, potențialul de creditare al unei bănci este diferența dintre resurse (total pasiv) şi rezervele obligatorii existente în contul său deschis la banca centrală (resursele care nu pot fi utilizate).

Tabelul nr.1: Potențialul de creditare static al unei bănci

mil.

ACTIV	Momentul		PASIV	Momentul	
	t_1	t_2		t_1	t_2
Credite acordate clienților	73,0	79,5	Fonduri proprii	10,0	10,0
Disponibilități în cont la banca centrală	10,0	3,5	Conturi curente ale clienților	40,0	40,0
Rezerve obligatorii la banca centrală	16,0	16,0	Alte depozite la vedere	30,0	30,0
Credite acordate altor bănci (net)	1,0	1,0	Depozite la termen	10,0	10,0
			Împrumuturi de la banca centrală	10,0	10,0
Total	100,0	100,0	Total	100,0	100,0

[1] — Subliniem că acest mod de definire a „potențialului de creditare" este valabil numai pentru băncile de rangul doi şi celelalte instituții de credit asimilate acestora. Natura „potențialului de creditare" al băncii centrale este diferită (este nelimitat şi constituie baza pentru formarea „potențialului de creditare" al celorlate instituții de credit), iar, ca urmare, nu poate fi însumat cu „potențialul de creditare" al băncilor comerciale.
Rezultă că se presupune, implicit, că banca centrală nu acordă credite agenților economici nebancari, ci doar băncilor de rangul doi. Această ipoteză nu este, desigur, valabilă în cazurile în care banca centrală acordă credite guvernului sau intreprinderilor de stat. Totuşi, această din urmă practică nu este caracteristică băncilor centrale moderne şi, chiar dacă este prezentă, nu afectează valabilitatea concluziilor care se desprind din analiza ce urmează, deoarece creditul guvernamental contează doar ca o cale de creație a „monedei primare", nu ca un element al volumului total al creditului acordat agenților nebancari.

Rezultă că potențialul de creditare static al unei bănci depinde de trei factori:

1) volumul resurselor acesteia;

2) volumul rezervelor obligatorii;

3) volumul rezervelor lichide existente în contul de la banca centrală peste nivelul rezervelor obligatorii (sau sub formă de numerar în casieria proprie).

Presupunând că rata rezervelor obligatorii este 20% din totalul angajamentelor băncii (total resurse mai puțin fondurile proprii şi împrumuturile primite de la banca centrală) şi că volumul rezervelor lichide existente peste nivelul rezervelor obligatorii este 5 % din rezervele la vedere, modul de calcul al potențialului de creditare static rezultă în mod evident din bilanț (tabelul nr. 2):

Tabelul nr. 2: Calculul potențialului static

mil.

Nr. crt.	Explicații	Sume
1	Total resurse	100,0
2	Rezerve obligatorii (20% din 80 mil.)	16,0
3	Rezerve lichide facultative (5% din 70 mil.)	3,5
4	Potențial de creditare (1-2-3)	79,5

Se observă că în momentul t_1 potențialul de creditare nu este complet folosit (79,5-73,0=6,5 mil.), ceea ce se reflectă prin existența în contul de la banca centrală a unor rezerve lichide mult peste nivelul necesar (10,0-3,5 mil.=6,5 mil.). În momentul t_2, banca îşi utilizează însă integral potențialul de creditare; în continuare, ea nu mai poate însă spori volumul creditelor pe care le acordă clienților, decât dacă reuşeşte să modifice factorii de care depinde acest potențial.

1) Unul din aceşti factori este, în mod evident, totalul resurselor băncii (valoarea totală a pasivului). Un alt factor la fel de important este însă structura acestor resurse. De aceea, este necesară aprofundarea analizei modului în care diverse categorii de resurse influențează potențialul de creditare al unei bănci.

a) Modificarea volumului depozitelor la vedere influențează potențialul de creditare într-o măsură mai mică decât însăşi amploarea acestei modificări, deoarece o parte din resursele suplimentare constituite în modul acesta rămâne

nefolosită sub formă de rezerve obligatorii şi de rezerve lichide facultative[1]. Astfel, presupunând că angajamentele la vedere ale băncii cresc cu 10 mil., potențialul său de creditare creşte doar cu cu 7,5 mil., căci o parte din resursele respective rămân neplasate, fie sub formă de rezerve obligatorii (20%, adică 2 mil.), fie sub formă de rezerve lichide facultative (5%, adică 0,5 mil.):

Tabelul nr.3: Influența creşterii depozitelor la vedere

mil.

Nr. crt.	Explicații	Sume
1	Creşterea angajamentelor la vedere	10,0
2	Creşterea rezervelor obligatorii	2,0
3	Creşterea rezervelor facultative	0,5
4	Creşterea potențialului de creditare (1-2-3)	7,5

Din acelaşi motiv, nici reducerea depozitelor la vedere nu se reflectă integral în diminuarea potențialului de creditare. Astfel, dacă angajamentele la vedere se reduc cu 10 mil., potențialul de creditare se reduce doar cu 7,5 mil., deoarece, ca urmare a reducerii acestui tip de angajamente, banca eliberează o parte din resursele pe care anterior le-a ținut imobilizate sub formă de rezerve lichide, obligatorii şi facultative:

Tabelul nr. 4: Influența reducerii depozitelor la vedere

mil.

Nr. crt.	Explicații	Sume
1	Scăderea angajamentelor la vedere	10,0
2	Eliberarea de rezerve obligatorii	2,0
3	Eliberarea de rezerve facultative	0,5
4	Reducerea potențialului de creditare (1-2-3)	7,5

[1] — Rezervele lichide facultative sunt considerate, pentru simplificare, ca fiind deținute exclusiv sub formă de disponibilități în contul curent de la banca centrală. Cu alte cuvinte, se face abstracție de numerarul existent în casieria băncii comerciale.

b) Modificarea volumului depozitelor la termen are un efect mai puternic asupra potențialului de creditare, deoarece, pentru depozitele respective, banca nu este nevoită să dețină rezerve lichide facultative. Astfel, în ipoteza că angajamentele la termen ale băncii cresc cu 10 mil., potențialul său de creditare creşte cu 8 mil., deoarece o fracțiune mai mică din resursele suplimentare respective (în ipoteza noastră, 20%, adică 2 mil.) rămân nefolosite (doar sub formă de rezerve obligatorii, nu şi facultative, ca în cazul anterior). Lucrurile stau la fel în cazul reducerii volumului depozitelor la termen.

c) Modificarea volumului fondurilor proprii ale băncii, impusă, de exemplu, de o variație de sens contrar a anagajamentelor sale la vedere (situația este valabilă însă în toate cazurile în care modificarea volumului fondurilor proprii este determinată de o variație în sens opus a volumului altor genuri de resurse), nu duce la modificarea volumului total al resurselor, însă determină modificarea structurii acestora: creşte ponderea fondurilor proprii, pentru care banca nu trebuie să dețină rezerve lichide — obligatorii şi facultative — şi se reduce ponderea angajamentelor la vedere, pentru care banca trebuie să dețină atât rezerve obligatorii, cât şi rezerve facultative.

În consecință, în cazul creşterii fondurilor proprii, se eliberează o parte din resursele imobilizate anterior sub formă de rezerve obligatorii şi facultative, ceea ce duce la creşterea potențialului de creditare. Totuşi, această creştere este mai mică decât cea care se produce în cazul în care cresc alte genuri de resurse ale băncii. Astfel, presupunând că volumul fondurilor proprii creşte în urma reducerii depozitelor la vedere ale clienților, majorarea potențialului de creditare va fi:

Tabelul nr. 5: Influența creşterii fondurilor proprii

mil.

Nr. crt.	Explicații	Sume
1	Creşterea fondurilor proprii	10,0
2	Reducerea angajamentelor la vedere	10,0
3	Eliberarea de rezerve obligatorii	2,0
4	Eliberarea de rezerve facultative	0,5
5	Creşterea potențialului de creditare (3+4)	2,5

d) Modificarea volumului împrumuturilor primite de la banca centrală (şi de la alte bănci) influenţează puternic potenţialul de creditare, deoarece, pentru angajamentele respective, nu este necesară constituirea de rezerve, nici obligatorii şi nici facultative. În consecinţă, variaţia volumului refinanţării de la banca centrală şi, implicit, variaţia resurselor procurate de banca comercială pe această cale determină o modificare de egală valoare a potenţialului său de creditare.

Efectele celor patru categorii de factori analizaţi mai sus sunt redate în tabelul nr. 6.

Tabelul nr. 6: Modificarea resurselor unei bănci şi a potenţialului său de creditare (situaţia la sfârşitul perioadei)

mil.

Perioada						
ACTIV	t_1	t_2	t_3	t_4	t_5	t_6
Credite acordate clienţilor	79,5	89,5	97,0	104,5	112,5	122,5
Disponibilităţi în contul curent de la banca centrală	3,5	3,5	4,0	4,0	4,5	4,5
Rezerve obligatorii la banca centrală (20%)	16,0	16,0	18,0	20,0	22,0	22,0
Credite acordate altor bănci	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
TOTAL ACTIV	100,0	110,0	120,0	130,0	140,0	150,0
Fonduri proprii	10,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
Conturi curente ale clienţilor	40,0	40,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Alte depozite la vedere ale clienţilor	30,0	30,0	30,0	40,0	40,0	40,0
Depozite la termen ale clienţilor	10,0	10,0	10,0	10,0	20,0	20,0
Împrumuturi de la banca centrală	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	20,0
TOTAL PASIV	100,0	110,0	120,0	130,0	140,0	150,0
Creşterea resurselor băncii	-	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Creşterea potenţialului de creditare	-	10,0	7,5	7,5	8,0	10,0

2) Modificarea volumului rezervelor obligatorii este determinată, în primul rând, de modificarea ratei rezervelor obligatorii: aceasta influenţează potenţialul de creditare al băncii, deoarece, în cazul creşterii ratei, o parte din resurse devin indisponibile pentru acordarea de credite; în cazul scăderii ratei, o parte din resursele anterior imobilizate se eliberează.

Variația volumului rezervelor obligatorii se poate produce însă nu numai ca urmare a modificării ratei acestor rezerve, ci şi ca urmare a activității curente a băncii (modificarea volumului diverselor genuri de angajamente).

Fără a intra aici în detalii cu privire la acțiunea acestui important instrument de politică monetară, se poate spune că ceea ce contează prin prisma analizei tehnice a potențialului de creditare este faptul că acest parametru este influențat de două tipuri de modificări ale volumului rezervelor obligatorii:

a) modificări ale ratei (sau ratelor, în cazul în care acestea sunt diferențiate pe tipuri de angajamente);

b) modificări ale bazei de calcul asupra căreia se aplică această rată (rate).

După cum vom vedea, aceste două tipuri de influențe se cumulează.

Un alt aspect important este că modificarea potențialului de creditare este cu atât mai mare cu cât baza de calcul asupra căreia se aplică rata (ratele) este mai cuprinzătoare (în exemplul nostru, această bază este reprezentată de totalul depozitelor). Practic, aceasta înseamnă că cu cât se diminuează acea parte din resursele băncii care constă în depozite atrase de la clienți, adică cu cât creşte ponderea resurselor proprii sau împrumutate de la banca centrală, cu atât se diminuează efectul modificării rezervelor obligatorii. Rezultă că una şi aceiaşi modificare a ratei rezervelor obligatorii afectează în mai mare măsură băncile ale căror resurse provin din depozite atrase de la clienți şi mai puțin băncile ale căror resurse constau în fonduri proprii şi fonduri împrumutate de la banca centrală sau de la alte bănci. Acest fapt infirmă ideea larg răspândită că modificarea ratei rezervelor obligatorii acționează în mod nediferențiat asupra băncilor comerciale.

Din punct de vedere practic, este important şi faptul că, în realitate, există două moduri de deținere a rezervelor obligatorii. Unul este deținerea rezervelor respective într-un cont special, deschis exclusiv în acest scop la banca centrală, iar celălalt este deținerea rezervelor în contul curent de la banca centrală. În acest din urmă caz, rezervele obligatorii se amestecă cu rezervele facultative, adică cu rezervele pe care banca le constituie nu în urma unei obligații legale, ci a propriilor sale necesități. Din punctul de vedere al influenței asupra potențialului de creditare, acest fapt este însă lipsit de însemnătate.

3) Al treilea factor care determină potențialul de creditare static al unei bănci este volumul rezervelor lichide facultative. După cum am mai menționat, constituirea acestor rezerve nu este impusă de reglementări, ci de necesitatea

asigurării lichidității băncii. Rata rezervelor facultative depinde, în principal, de următorii factori: structura depozitelor după criteriul mărimii acestora (un număr mare de depozite de valori mici sau un număr mic de depozite de valori mari); structura clientelei (de care depinde faptul că majoritatea plăților se efectuează între titularii de conturi la banca respectivă sau cu clienți ai altor bănci); volumul şi profilul afacerilor clinților (care determină ritmul şi structura depunerilor şi restituirilor acestora şi, deci, situația depozitelor lor) etc.

Acțiunea ratei rezervelor facultative asupra potențialului de creditare este similară cu cea a ratei rezervelor obligatorii, cu deoasebirea că se manifestă, de regulă, în ceea ce priveşte angajamentele la vedere, nu şi alte tipuri de angajamente (stabilite de autoritatea monetară). Ca urmare, efectul variației ratei rezervelor facultative este relativ mai redus decât cel al ratei rezervelor obligatorii. De asemenea, trebuie subliniat că, în acest caz, este vorba despre propriile aprecieri ale băncii cu privire la nivelul necesar al rezervelor lichide, nu despre modificări ale ratei lichidității impuse de banca centrală. Ca urmare, ceea ce contează aici sunt, într-adevăr, propriile decizii ale băncii de a-şi amplifica sau diminua potențialul de creditare, în funcție de politica de afaceri pe care o duce.

În acest context, se relevă influența factorilor economici care acționează asupra potențialului de creditare, conferind ofertei de monedă amintitul caracter endogen. Într-adevăr, stabilirea volumului rezervelor de monedă primară libere, pe care banca decide să le dețină peste nivelul rezervelor obligatorii, depinde de ritmul încasărilor şi plăților acesteia, precum şi de factorii aleatori care determină formarea depozitelor la banca în cauză şi, respectiv, de factorii aleatori care determină cererile de credite care îi sunt adresate. Această complexă problemă se rezolvă însă de către bancă nu numai prin politica de asigurare a lichidității, ci şi prin politica sa generală de afaceri, care urmăreşte maximizarea profitului. Ca urmare, potențialul de creditare al unei bănci şi volumul creditelor pe care aceasta le acordă realmente nu sunt simple efecte mecanice ale evoluției cantității de „monedă primară" pe care banca o obține pe diverse căi şi ale dinamicii ratei rezervelor obligatorii ce îi sunt impuse. Factorii economici implicați în procesul de creație monetară acționează şi ei asupra ratei rezervelor lichide, mai precis asupra ponderii resurselor care rămân neplasate, făcând ca rezultatul final al procesului de

formare a ofertei de monedă să se abată mai mult sau mai puțin de la nivelul susceptibil a fi prevăzut pe baza condițiilor inițiale.

2.5.2.2. *Potențialul de creditare dinamic al unei bănci*

Potențialul de creditare dinamic al unei bănci este volumul maxim al creditelor pe care aceasta le poate acorda într-o anumită perioadă de timp. Deosebirea față de potențialul static rezidă, aşadar, în faptul că potențialul dinamic depinde de factorul „timp". Iar ca întotdeauna atunci când se ține seama de dimensiunea temporală, prin intermediul variabilei „timp" sunt luați în considerare, de fapt, toți factorii relevanți care acționează asupra potențialului de creditare în intervalul de timp respectiv.

Perspectiva dinamică asupra potențialului de creditare este importantă din două motive. În primul rând, toate procesele se desfăşoară în timp, iar, ca urmare, excluderea dimensiunii temporale constituie, în general, o drastică simplificare a realității. În al doilea rând, o dimensiune temporală are nu numai oferta de monedă (a cărei mărime şi evoluție este puternic influențată de oferta de credite), ci şi cererea de monedă, ceea ce face ca analiza procesului de ajustare a acestora (de exemplu, cu ajutorul unor modele economico-monetare globale) să nu fie posibilă fără luarea în considerare a acțiunii în timp a factorilor determinanți respectivi.

Analiza potențialului de creditare dinamic al unei bănci se bazează în mare măsură pe cele deja arătate anterior cu privire la potențialul static, la care se adaugă următoarele precizări:

1) Băncile nu dețin, de regulă, potențial de creditare nefolosit, ci încearcă să îl utilizeze cât mai bine, ceea ce revine la a spune că băncile se străduiesc să plaseze resursele libere pe care le au (respectiv, să reducă volumul creditelor acordate — în cazul diminuarii resurselor).

2) Apariția şi dispariția de resurse nu constituie pentru bănci evenimente accidentale şi izolate, ci fenomene care au loc în mod continuu şi concomitent.

Prima împrejurare menționată are drept consecință fenomenul de multiplicare a creditului şi masei monetare, iar a doua impune tratarea potențialului de creditare nu ca o mărime scalară, ci ca o funcție de variabila „timp".

Procesul de multiplicare a creditului la nivelul unei singure bănci, privite izolat, este puțin studiat în literatură, atenția concentrându-se, în schimb,

asupra desfăşurării acestui proces la scara întregului sistem bancar. După cum am arătat, principala ipoteză adoptată în acest din urmă caz este că fondurile împrumutate de o bancă părăsesc în întregime banca respectivă, fiind receptate de alte bănci (de exemplu, prin efectuarea de plăţi de clienţii primei bănci către clienţii altor bănci). Această ipoteză este însă adesea nerealistă: ea nu este valabilă, de exemplu, în cazul în care sistemul bancar al unei ţări este format dintr-un număr redus de bănci mari, situaţie în care o parte însemnată a creditelor acordate de o bancă sunt folosite pentru plăţi între clienţii băncii respective, ceea ce face ca cea mai mare parte din fondurile împrumutate să rămână în permanenţă în cadrul băncii în cauză. De asemenea, ipoteza „fugii" nu este valabilă în cazul în care afacerile băncilor sunt puternic regionalizate, deoarece, şi în acest caz, o parte însemnată a creditelor acordate sunt folosite pentru plăţi către clienţii aceleiaşi bănci, rămânând, deci, în cadrul băncii respective.

Rezultă că se impune o anumită distincţie între multiplicarea creditelor şi a masei monetare produse la scara întregului sistem bancar (macromultiplicarea), care nu se manifestă în toate economiile contemporane, şi multiplicarea creditelor şi a masei monetare la nivelul unei singure bănci privite izolat (micromultiplicarea), care se manifestă întotdeauna.

Să presupunem că, la un moment dat, potenţialul de creditare static al unei bănci este complet folosit şi că, după aceea, are loc o creştere a resurselor băncii (depozite atrase, împrumuturi primite de la banca centrală etc.). Această creştere a resurselor determină sporirea posibilităţilor băncii de a acorda clienţilor credite noi, posibilităţi care sunt rapid folosite, deoarece, în mod evident, nu este în interesul băncii să deţină resurse neplasate (plătind şi dobânzi pentru acestea).

Din punct de vedere contabil, apariţia unor noi resurse înseamnă, după cum am arătat, creşterea, pe de o parte, a posturilor de pasiv corespunzătoare, iar pe de altă parte, creşterea posturilor de activ reprezentate de rezervele obligatorii, rezervele lichide facultative şi disponibilităţile băneşti libere (neangajate) existente în contul deschis la banca centrală.

Din punct de vedere financiar-monetar, apariţia unor noi resurse determină, pe de o parte, creşterea volumului creditelor ce pot fi acordate clienţilor, iar pe de altă parte, creşterea de egală valoare a depozitelor acestora,

deoarece, pentru simplificare, presupunem că noile credite se acordă exclusiv sub formă de credite în cont.

În continuare, există trei posibilități:

1) Clientul beneficiar al creditului folosește toate fondurile împrumutate pentru a efectua plăți către parteneri de afaceri (furnizori etc.), care sunt clienți ai altor bănci, ori către persoane care nu au conturi la bănci (plăți în numerar); în acest caz, fondurile respective părăsesc în întregime banca în cauză.

2) Clientul folosește fondurile împrumutate pentru plăți către clienții aceleiași bănci, ori nu folosește toate aceste fonduri; în acest caz, fondurile respective rămân în întregime în banca în acuză.

3) Clientul folosește fondurile împrumutate parțial pentru plăți în afara băncii și parțial pentru plăți în cadrul băncii; în acest caz, o parte din fonduri ies, iar o parte rămân în banca respectivă.

Cazul cel mai frecvent în realitate este, evident, cel de-al treilea, iar, ca urmare, acesta poate fi considerat tipic și luat drept referențial pentru analiza care urmează. În acest ultim caz, după acordarea creditelor, o parte din fondurile procurate pe această cale de către agenții economici nebancari iese, așadar, din banca ce a acordat creditul (spre o altă bancă; spre banca centrală, pentru rambursarea unor împrumuturi contractate anterior de banca comercială de la aceasta din urmă; spre populație, care le deține sub formă de numerar; etc.), iar o altă parte rămâne în conturile clienților deschise la banca respectivă, ducând, în modul acesta, la creșterea potențialului său de creditare. În continuare, banca încearcă, din nou, să-și utilizeze integral potențialul de creditare, acordând noi credite, ceea ce determină, la rândul său, o nouă creștere a potențialului de creditare ș.a.m.d.

De exemplu, să presupunem că creșterea inițială a resurselor băncii provine dintr-un împrumut de 100 mil. u.m. primit de la banca centrală; să mai presupunem că rata rezervelor obligatorii este de 20%, iar rata rezervelor facultative, 5% ($r_0 = 20\%$; $r_1 = 5\%$). De asemenea, să admitem că, pe baza experienței sale, banca poate calcula că 50% din fondurile pe care le acordă cu împrumut rămân în cadrul său, iar 50% ies din banca respectivă: $h = 50\%$ (h reprezintă, așadar, proporția fondurilor provenite din creditele noi acordate de banca respectivă ce rămân în cadrul băncii).

Procesul se desfășoară în mai multe faze:

- Faza I: În momentul creşterii iniţiale a resurselor băncii — reamintim, în urma împrumutului contractat de aceasta de la banca centrală —, potenţialul de creditare al băncii respective creşte cu 100 mil.

- Faza II: Pentru a folosi în întregime acest potenţial, banca acordă noi credite clienţilor în valoare de 100 mil; clienţii care beneficiază de aceste credite folosesc moneda procurată în modul acesta pentru plăţi în cadrul băncii şi în afara ei; conform ipotezelor noastre, în cadrul băncii rămâne o sumă de 50 mil., şi anume sub forma creşterii depozitelor la vedere existente la bancă; aceasta înseamnă o creştere a potenţialului de creditare al băncii cu 37,5 mil., având în vedere că diferenţa de 12,5 mil. (50x0,2+50x0,5=12,5) trebuie folosită pentru alimentarea rezervelor obligatorii (50x0,2=10) şi a rezervelor lichide facultative (50x0,5=2,5), în concordanţă cu creşterea angajamentelor la vedere.

- Faza III: Banca acordă din nou credite pentru a utiliza potenţialul de creditare suplimentar de 37,5 mil. şi întregul proces se reiterează.

După cum se observă din tabelul nr. 7, tot acest proces se reflectă în mod corespunzător în bilanţul băncii.

Procesul de multiplicare descris mai sus poate fi exprimat în formă matematică astfel:

$$k_t = \frac{1-(1-r_0-r_1)^t \cdot h^t}{1-(1-r_0-r_1)\cdot h} = \frac{1-z^t}{1-z} \qquad (33)$$

unde:

k_t - multiplicatorul creditelor în faza t de multiplicare; arată volumul creditelor acordate pe baza unei unităţi suplimentare de resurse apărute iniţial;

r_0 - rata rezervelor obligatorii, care se aplică asupra tuturor resurselor băncii, cu excepţia fondurilor proprii şi a împrumuturilor primite de la banca centrală;

r_1 - rata rezervelor lichide facultative, care se aplică asupra angajamentelor la vedere;

h - partea din creditele acordate care rămâne în bancă (gradul de rămânere în bancă a fondurilor împrumutate);

t - rangul fazei de multiplicare;[1]

[1] — În mod practic, fiecare fază de multiplicare, t, cuprinde următoarele operaţiuni: acordarea creditului, utilizarea acestuia de către clientul care a beneficiat de credite, intrarea monedei transferate prin utilizarea creditului în contul altui client al aceleiaşi bănci şi staţionarea

$z = (1 - r_0 - r_1) \cdot h$ - gradul de reconstituire a resurselor băncii.

În ecuația (33), presupunerea implicită este că durata unei faze de multiplicare este egală cu unitatea de timp aleasă ca perioadă de referință, t. Dacă se renunță la această ipoteză și se introduce noțiunea de „viteză de multiplicare", v, care, prin definiție, este numărul fazelor de multiplicare care au loc în unitatea de timp aleasă (lună, trimestru, an etc.) ecuația (33) devine:

$$k_t = \frac{1-(1-r_0-r_1)^{tv} \cdot h^{tv}}{1-(1-r_0-r_1)\cdot h} = \frac{1-z^{tv}}{1-z} \tag{34}$$

unde:

k_t - multiplicatorul creditelor după t unități de timp;

t - numărul unităților de timp;

v - viteza de multiplicare.

În ceea ce privește multiplicatorul maxim, avut în vedere, de obicei, în literatură, adică multiplicatorul valabil după un număr infinit de faze, $tv \to \infty$, acesta este:

$$k_{max} = \frac{1}{1-(1-r_0-r_1)\cdot h} = \frac{1}{1-z} \tag{35}$$

Din ecuația (35), se desprind următoarele concluzii cu privire la mărimea și variațiile multiplicatorului creditelor și masei monetare la nivelul unei bănci:

1) Principalul și cel mai cunoscut factor de care depinde multiplicatorul, k, este gradul de rămânere în bancă a fondurilor pe care aceasta le acordă cu împrumut, h. Acest parametru depinde de deciziile privind modul de utilizare a fondurilor împrumutate, hotărâri care sunt luate însă nu de bancă, ci de clienții acesteia, în calitate de beneficiari ai creditelor respective.

Deciziile respective depind, la rândul lor, de o multitudine de factori, dintre care cei mai importanți sunt următorii:

a) mărimea băncii, adică numărul clienților săi;

b) structura clientelei și relațiile în cadrul acesteia (structură deschisă – caz în care majoritatea încasărilor și plăților se efectuează cu parteneri de afaceri

---

temporară a acestei cantități de monedă până la acordarea unui nou credit, când începe o nouă fază de multiplicare.

care sunt clienți ai altor bănci; structură închisă — caz în care majoritatea operațiunilor de încasări şi plăți se efectuează între clienții băncii respective);

c) structura clientelei după criteriul mărimii sumelor pe care le dețin sub formă de depozite şi al vitezei de utilizare a depozitelor respective (cu cât această structură este mai omogenă, cu atât h este mai stabil);

d) factori sezonieri, care fac ca, în anumite perioade, ritmul în care se constituie şi utilizează resursele băncii să se accelereze, ori să se încetinească în raport cu norma; etc.

În aceste condiții, parametrul h este foarte diferit de la o bancă la alta, iar în cazul aceleiaşi bănci, de la o perioadă de timp la alta. Ca urmare, se poate spune că fiecare bancă trebuie să stabilească pe baza propriei experiențe atât mărimea parametrului h, cât şi evoluția acestuia.

Tabelul nr.7: Potențialul de creditare dinamic al unei bănci
(Situația la sfârşitul perioadei)

mil.

	Situația inițială	Faza I	Faza II	Faza III	Situația la sfârşitul procesului
ACTIV	110,00	120,00	125,00	126,00	128,00
Credite acordate clienților	89,50	89,50	99,50	103,25	105,50
Disponibilități în ct. crt. de la banca centr., din care:	3,50	13,50	7,50	5,25	3,90
- Rezerve facultative	3,50	3,50	3,75	3,84	3,90
- Disponibilități libere	0,00	10,00	3,75	1,41	0,00
Rezerve obligatorii la banca centrală	16,00	16,00	17,00	17,38	17,60
Credite acordate altor bănci	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
PASIV	110,00	120,00	125,00	126,00	128,00
Fonduri proprii	20,00	20,00	20,00	20,00	20,00
Conturi curente ale clienților	40,00	40,00	45,50	46,88	48,00
Alte depozite la vedere	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00
Depozite la termen	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00
Împrumuturi de la banca centrală	10,00	10,00	20,00	20,00	20,00
Potențial de creditare nefolosit*)	10,00	10,00	3,75	1,41	0,00
Creşterea resurselor băncii	-	10,00	5,00	1,88	1,12
Multiplicator**	-	-	1,00	1,375	1,600

* — Disponibilități băneşti libere în contul de la banca centrală

** — Legătura dintre creşterea creditelor acordate de bancă şi creşterea resurselor acesteia (creşterea volumului creditului care revine la o unitate de resurse suplimentare).

2) În ceea ce priveşte fracţiunea din fondurile împrumutate care nu numai că rămâne în cadrul băncii, ci este din nou liberă pentru plasamente, adică gradul de reconstituire a resurselor băncii, z, aceasta depinde, pe de o parte, de parametrul h, iar pe de altă parte, de rezervele pe care banca este obligată legal să le constituie sau pe care le constituie din motive de prudenţialitate (rezervele obligatorii şi, respectiv, rezervele facultative). Ca urmare, această fracţiune este, de regulă, cu atât mai mică, cu cât rezervele sunt mai mari — şi invers.

După cum am arătat, volumul rezervelor depinde, pe de o parte, de structura resurselor băncii, iar pe de altă parte, de rata rezervelor obligatorii şi de rata rezervelor facultative:

$$z = 1 - r_0 - r_1 \tag{36}$$

Deoarece r_0, r_1 şi h sunt mărimi subunitare, rezultă că z este mai mic atât decât h, cât şi decât $(1 - r_0 - r_1)$.

Pe de altă parte, este de presupus că variabilitatea parametrului z depinde, în principal, de variabilitatea parametrului h, care, după cum am mai menţionat, diferă de la o bancă la alta şi, în cazul aceleiaşi bănci, de la o perioadă de timp la alta.

În consecinţă, se poate spune că factorul z atinge valoarea maximă în cazul în care fondurile împrumutate rămân în întregime în cadrul băncii respective, $(h = 1)$, iar valoarea minimă, în cazul în care fondurile împrumutate ies în întregime din bancă, $(h = 0)$, adică:

$$0 \le z \le (1 - r_0 - r_1) \tag{37}$$

Rezultă că multiplicatorul creditelor, k_r, are valori cuprinse în intervalul:

$$1 \le k_r \le \frac{1 - (1 - r_0 - r_1)}{r_0 + r_1} \tag{38}$$

iar multiplicatorul maxim, k_{max}, are valori cuprinse în intervalul:

$$1 \le k_{max} \le \frac{1}{r_0 + r_1} \tag{39}$$

3) Al treilea factor important al procesului de multiplicare a creditului este viteza de multiplicare, v. Mai precis, cu cât această viteză este mai mare, cu atât procesul de multiplicare se sfârşeşte mai repede şi, deci, efectele sale se amortizează mai rapid. Acest lucru este deosebit de important mai ales în cazul reducerii resurselor băncii. Într-adevăr, din motive evidente, în acest caz, este vital pentru bancă să ştie dacă efectul multiplicat al reducerii respective se va reflecta în potenţialul său de creditare rapid sau ceva mai târziu.

4) Legătura dintre multiplicatorul, k, rata rezervelor, z, şi viteza de multiplicare, v, este redată în tabelul nr. 8.

Tabelul nr.8: Multiplicarea creditelor declanşată de apariţia iniţială a unei unităţi de „monedă primară" în contul curent al băncii

z/v	2	3	4	5	6	7	8	∞
0,1	1,10	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11
0,2	1,20	1,24	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25
0,3	1,30	1,39	1,42	1,43	1,43	1,43	1,43	1,43
0,4	1,40	1,56	1,62	1,65	1,66	1,66	1,67	1,67
0,5	1,50	1,75	1,88	1,94	1,97	1,98	1,99	2,00
0,6	1,60	1,96	2,18	2,31	2,38	2,43	2,46	2,50
0,7	1,70	2,19	2,53	2,77	2,94	3,06	3,14	3,33
0,8	1,80	2,44	2,95	3,36	3,69	3,95	4,16	5,00
0,9	1,90	2,71	3,44	4,10	4,68	5,22	5,70	10,00
1,0	2,00	3,00	4,00	5,00	6,00	7,00	8,00	∞

5) Procesul de multiplicare se poate desfăşura atât în sens pozitiv, atunci când are loc o creştere a resurselor băncii (ca în exemplele anterioare), cât şi în sens negativ, atunci când, în momentul iniţial, are loc o reducere a acestor resurse. Ca natură, procesul de multiplicare negativă este identic cu cel de multiplicare pozitivă, cu singura deosebire că are loc în direcţia reducerii potenţialului de creditare al băncii. Cu alte cuvinte, multiplicatorul negativ (divizorul) are aceleaşi proprietăţi ca şi multiplicatorul pozitiv, însă, din punct de vedere algebric, este cu semn schimbat.

A doua categorie de factori care determină potenţialul de creditare dinamic al unei bănci este volumul şi structura resurselor care apar sau dispar în patrimoniul său. În analizele anterioare s-a presupus că, în perioada de

referință, are loc o singură modificare a resurselor băncii, şi anume la începutul perioadei respective. În realitate, modificarea resurselor băncii se produce în permanență, în direcții diferite (creştere, reducere), în volum diferit şi în structură diferită. În consecință, fluxurile prin care apar şi dispar resursele băncii trebuie definite ca funcții de timp, adică drept mărimi care depind de variabila „timp" cu o intensitate şi într-un mod care se modifică ele însele în timp. De exemplu, este posibil ca, la început, resursele băncii să crească cu un anumit procent, apoi să scadă cu un alt procent, după care să crească din nou cu un procent diferit ş.a.m.d.

Principalele căi prin care o bancă îşi procură resurse sunt în ordine: creşterea depozitelor atrase de la clienți, împrumuturile primite de la alte bănci şi de la banca centrală, reducerea ratei rezervelor obligatorii etc.

Considerând că modificările inițiale de resurse sunt funcție de factorul „timp" şi notând cu F_t această funcție de timp, variațiile potențialului de creditare al băncii sunt date de relația:

$$\Delta K^n = \sum_{i=1}^{n} F_t \cdot k_{n-t+1} \qquad (40)$$

unde:

ΔK^n - variația potențialului de creditare în cursul unei perioade de referință care cuprinde n unități de timp t;

n - numărul unităților de timp în perioada de referință;

t — unitatea de timp.

Forma funcției F_t poate fi foarte diferită. Cazul cel mai simplu este cel analizat anterior, în care are loc o singură modificare de resurse, şi anume la începutul perioadei de referință. Însă, după cum am arătat, chiar şi în acest caz simplu, ceea ce contează este natura resursei care se modifică în momentul de timp inițial, deoarece efectul este diferit după cum este vorba despre modificarea volumului împrumuturilor primite de la banca centrală, ori despre modificarea volumului depozitelor la termen, al depozitelor la vedere etc.

De aceea, în mod practic, parametrul „variația resurselor" băncii nu poate fi folosit ca element de referință în analiza dinamicii potențialului de creditare. În această analiză, trebuie operat cu un alt element, şi anume „variația cantității de monedă primară libere", existente în contul deschis pe numele băncii

comerciale la banca centrală. Însă, după cum am arătat, această variație poate proveni atât din modificarea resurselor băncii (depozite la termen, depozite la vedere, împrumuturi primite de la alte bănci etc.), cât şi din modificarea (creştere, reducere) ratei rezervelor obligatorii şi, respectiv, a ratei rezervelor facultative.

Să presupunem, totuşi, că ne aflăm în prima situație şi să notăm cu ΔB_i modificarea inițială a disponibilităților libere ale băncii, provenită dintr-o modificare a resurselor băncii pe căile amintite, adică:

$$\Delta B_i = F_i \tag{41}$$

Conform ecuației (20), variația potențialului de creditare va fi:

$$\Delta K'' = \Delta B_1 \cdot k_n = B_1 \frac{1 - z^{vn}}{1 - z} \tag{42}$$

Astfel, presupunând că:

- disponibilitățile libere, apărute inițial în contul de la banca centrală, sunt de 100 mil.;
- gradul de rămânere în bancă a fondurilor împrumutate, $h = 0,5$;
- rata rezervelor obligatorii, $r_0 = 0,2$;
- rata rezervelor lichide facultative, $r_1 = 0,05$;
- viteza de multiplicare în cadrul unei luni, $v = 2$;
- perioada de referință, $n = 3$ (luni),

rezultă un grad de reconstituire a resureselor băncii, z:

$$z = (1 - r_0 - r_1) \cdot h = (1 - 0,2 - 0,05) \cdot 0,5 = 0,375$$

În consecință, avem:

$$\Delta K'' = 100 \frac{1 - 0,375^6}{1 - 0,375} = 100 \frac{1 - 0,00276}{0,265} = 159,56 \text{ mil.}$$

Cu alte cuvinte, este de aşteptat ca, pe baza apariției inițiale în contul său de la banca centrală a unei cantități de „monedă primară" libere de 100 mil. u.

m., banca respectivă să-şi sporească în trei luni volumul creditelor acordate clienţilor cu 159,56 mil. u. m. Invers, în cazul în care, în momentul iniţial, are loc o reducere cu 100 mil. u.m. a cantităţii de „monedă primară" libere existente în contul de la banca centrală, potenţialul de creditare se va diminua cu 159,56 mil. u. m.

Problema este mult mai complicată în cazul în care, în cursul perioadei de referinţă, au loc mai multe modificări ale resurselor băncii şi, deci, mai multe variaţii ale cantităţii de „monedă primară" existente în contul de la banca centrală. De exemplu, să presupunem că, în cursul unei perioade de trei luni, luate ca interval de timp de referinţă, are loc o creştere constantă de la o lună la alta a disponibilităţilor băncii cu 100 mil. u.m.; să mai presupunem că $v = 1$ şi că celelalte elemente din exemplul precedent rămân neschimbate. În acest caz, creşterea potenţialului de creditare va fi:

$$\Delta K^n = \Delta B \sum_{t=1}^{n} k_{n-t+1} = \Delta B \sum_{t=1}^{n} \frac{\left(1 - z^{n-t+1}\right)}{(1-z)} \tag{43}$$

sau:

$$\Delta K^n = \Delta B \left[\frac{n}{1-z} - \frac{z\left(1-z^n\right)}{(1-z)} \right] = 100 \times 3{,}9 = 390 \tag{44}$$

Rezultă că, dacă, în următoarele trei luni, resursele băncii cresc constant, astfel încât apariţia iniţială a unei cantităţi de „monedă primară" libere de 100 mil. u. m. este permanentizată, în sensul că această cantitate este, la începutul fiecărei luni, cu 100 mil. u. m. mai mare decât la începutul lunii precedente, potenţialul de creditare creşte cu 390 mil. u. m., nu cu 300 mil. u. m., cu cât creşte, de fapt, cantitatea de „monedă primară" pe care o deţine banca respectivă.

În cazul în care regula de apariţie şi dispariţie a resurselor băncii este mai complexă decât cea a creşterii uniforme, ecuţia care descrie dinamica potenţialului de creditare va fi şi ea mai complicată. Astfel, presupunând că resursele băncii apar şi dispar în mod continuu în timp, nu discret, ca în cazul precedent, fenomenul trebuie exprimat cu ajutorul unor ecuaţii diferenţiale, care sunt destul de dificil de rezolvat.

Analiza potenţialului de creditare dinamic arată că calculul acestuia este mult mai complex decât al potenţialului de creditare static, deoarece resursele

băncii variază în permanență, iar multiplicatorul este el însuşi o funcție de timp. Ca urmare, conceptul de „potențial de creditare dinamic" poate fi utilizat în practică numai cu prețul unor serioase simplificări introduse prin ipoteze, cum ar fi următoarele:

a) în perioada de referință, creşterea sau descreşterea resurselor băncii are loc în mod constant;

b) banca aproximează corect procentul acestor creşteri şi/sau decreşteri de resurse;

c) multiplicatorul creditelor este stabil;

d) variabilele de care depinde multiplicatorul pot fi determinate; etc.

Rezultatele unui asemenea calcul sunt susceptibile, aşadar, de erori, însă există posibilitatea diminuării erorilor respective prin luarea în considerare a factorilor determinanți menționați.

Dată fiind complexitatea problemei determinării potențialului de creditare dinamic al unei bănci, în practică, se poate folosi o metodă simplificată de calcul a acestuia. Această metodă constă în gruparea factorilor care determină variații ale potențialului de creditare dinamic în două categorii:

1) factori care se manifestă prin intermediul creşterii şi/sau descreşterii resurselor;

2) factori care se manifestă prin modificarea multiplicatorului.

Pentru identificarea celor două categorii de factori menționate, se poate folosi relația:

$$\Delta K_t = \left(B''_{t-1} + \Delta B''_t\right) \cdot \left(k_{t-1} + \Delta k_t\right) - B''_{t-1} \cdot k_{t-1} \tag{45}$$

de unde:

$$\Delta K_t = B''_{t-1} \cdot \Delta k_t + \Delta B''_t \cdot k_{t-1} + \Delta B''_t \cdot \Delta k_t \tag{46}$$

în care:

B''_{t-1} - cantitatea de „monedă primară" existentă în activul bilanțului la sfârştul perioadei precedente (disponibilități în contul de la banca centrală la sfârşitul perioadei precedente);

B''_t - apariția inițială de „monedă primară" (disponibilități în contul de la banca centrală) în cursul perioadei de referință, t;

k_{t-1} - multiplicatorul creditelor la sfârşitul perioadei precedente, $t-1$;

Δk_t - variația multiplicatorului în perioada de referință.

Ecuația (46) arată, aşadar, modul în care variațiile observate ale potențialului de creditare se repartizează pe cele două tipuri de cauze menționate mai sus:

1) apariția şi/sau dispariția de disponibilități în „monedă primară";

2) modificarea multiplicatorului creditului.

În funcție de necesități, analiza poate fi aprofundată apoi în direcția identificării, pe de o parte, a căilor prin care s-a ajuns la obținerea sau cedarea de „monedă primară" (tipul operațiunilor efectuate cu banca centrală), iar pe de altă parte, a cauzelor care, potrivit ecuației (34), au determinat modificarea multiplicatorului.

2.5.2.3. Potențialul de creditare globbal al sistemului bancar

Potențialul de creditare global al sistemului bancar comercial (mai puțin banca centrală, care, din motivele arătate, nu se include aici) este determinat de factori care, ca natură, sunt identici cu cei care acționează la nivelul unei singure bănci privite izolat, dar care, desigur, se manifestă la scara întregului sector bancar. Ca urmare, pornind de la o singură bancă, se poate calcula potențialul de creditare al unui grup de bănci (de exemplu, băncile situate într-o anumită regiune geografică sau grupate după alte criterii) şi, în final, se poate determina potențialul de creditare al tuturor băncilor din țară (cu excepția băncii centrale). Căci, în toate aceste cazuri, factorii determinanți sunt aceiaşi, deşi mărimea variabilelor care descriu acțiunea respectivă şi proprietățile de stabilitate ale acestor variabile sunt, desigur, diferite.

Concluzia care se desprinde din cele de mai sus este că macromultiplicarea creditului şi, respectiv, macromultiplicatorul se exprimă prin ecuații asemănătoare cu cele valabile în cazul micromultiplicării, proces analizat pe larg în paragrafele anterioare. Deosebirea dintre micro- şi macromultiplicarea creditului şi masei monetare constă în schimbarea scării la care au loc procesele respective.

Dintre aceste deosebiri, amintim următoarele:

1) La nivelul întregului sistem bancar, nu există intrări de resurse de la alte bănci şi nici ieşiri de resurse spre alte bănci, căci, la acest nivel, inputurile şi outputurile respective se compensează reciproc; ca urmare, gradul de rămânere în sistemul bancar a fondurilor împrumutate, h, este mult mai mare decât la nivelul unei bănci oarecare.

2) La nivelul ansamblului sistemului bancar, viteza de multiplicare a creditelor, v, este mult mai mică, deoarece este necesar un interval de timp mai mare pentru transferul fondurilor de la o bancă la alta (parcursul poştal al documentelor, timpul necesar pentru efectuarea înregistrărilor contabile etc.); ca urmare, în cazul întregului sistem bancar, timpul necesar pentru parcurgerea unui ciclu complet de multiplicare este mai mare decât în cazul unei singure bănci.

3) La scara întregului sistem bancar, parametrii h şi v sunt mai stabili decât la nivelul unei bănci, deoarece influenţele exercitate asupra acestora de comportamentul diverselor bănci se compensează între ele.

Cu aceste deosebiri, procesul de macromultiplicare a creditelor se desfăşoară, în esenţă, la fel ca procesul de micromultiplicare: el începe prin apariţia de lichidităţi în „monedă primară" libere la una din bănci, continuă prin acordarea de credite clienţilor şi crearea de depozite la vedere, din care unele rămân în banca respectivă, iar altele ies din aceasta; fracţiunea care părăseşte banca se subdivide, în continuare, în două componente: una care este transferată la o altă bancă, rămânând însă în sistemul bancar şi alta care iese din sistemul bancar (sub formă de retrageri de numerar, rambursări de împrumuturi primite de la banca centrală, cumpărări de valută etc.).

În ceea ce priveşte componenta care rămâne în sistemul bancar, aceasta declanşează aceleaşi operaţiuni ca şi apariţia iniţială de lichidităţi: băncile receptoare (a doua generaţie) acordă noi credite pe seama creşterii disponibilităţilor lor din contul de la banca centrală, care crează noi depozite la vedere, din care o parte rămâne în sistemul bancar, iar altă parte îl părăseşte ş.a.m.d.

Rezultă că macromultiplicarea creditelor este un proces de aceiaşi natură cu micromultiplicarea, cu singura deosebire că „moneda primară" implicată este cea reţinută în interiorul său de către întregul sistem bancar comercial (aşadar, mai puţin banca centrală), nu de către o singură bancă.

La fel ca în cazul unei singure bănci, modificarea iniţială a resurselor sistemului bancar se concretizează prin creşterea sau descreşterea cantităţii de „monedă primară" liberă pentru plasament; aceasta există sub formă de disponibilităţi în conturile deschise băncilor comerciale la banca centrală, manifestându-se, deci, prin modificarea volumului lichidităţilor bancare care

depăşeşte nivelul rezervelor obligatorii şi al rezervelor lichide facultative normale.

De asemenea, la fel ca la nivelul unei bănci oarecare, modificarea diverselor genuri de resurse ale sistemului bancar are efecte diferite ca amploare. Astfel, cel mai puternic efect asupra potențialului de creditare global al sistemului bancar este exercitat de creşterea resurselor acestuia prin împrumuturi primite de diverse bănci de la banca centrală, deoarece, pentru angajamentele respective, băncile de rangul doi beneficiare nu sunt nevoite să păstreze nici un fel de rezerve lichide. Ca urmare, contractarea şi rambursarea de împrumuturi de la banca centrală constituie, de regulă, principala cauză a modificării potențialului de creditare global al sistemului bancar.

Un efect comparativ mai redus are modificarea volumului depozitelor la termen atrase de la clienți, pentru care băncile sunt ținute, de regulă, să constituie rezerve obligatorii.

Efectul este şi mai mic în cazul depozitelor la vedere, pentru care, din motive prudențiale, băncile constituie, pe lângă rezervele obligatorii, rezerve lichide facultative.

La fel ca la nivel microeconomic, a doua grupă menționată de factori ai potențialului de creditare macroeconomic sunt ei înşişi funcție de timp. Însă, variațiile volumului şi structurii resurselor sunt, la scara întregului sistem bancar, mai stabile decât la nivelul unei bănci, deoarece se compensează parțial între ele. Ca urmare, funcția de timp care descrie variațiile respective este mai stabilă decât funcția echivalentă de la nivelul unei bănci, ceea ce permite o mai uşoară testare econometrică a sa.

Dat fiind faptul că macromultiplicarea creditelor este asemănătoare, *mutatis mutandis*, cu micromultiplicarea, ecuația care exprimă potențialul de creditare macroeconomic are aceiaşi formă ca ecuația (40). Din acelşi motiv, rămân valabile cele arătate în paragraful anterior cu privire la proprietățile acestei ecuații, inclusiv cele referitoare la posibilitatea utilizării sale în forma simplificată a ecuației (46).

2.5.2.4. Acțiunea băncii centrale asupra potențialului de creditare al sistemului bancar

Banca centrală acționează asupra potențialului de creditare al sectorului bancar comercial în principal pe două căi:

1) crearea şi desfiinţarea de „monedă primară";

2) modificarea ratei rezervelor obligatorii.

1) Crearea şi desfiinţarea de „monedă primară" de către banca centrală constituie principalul factor de care depinde potenţialul de creditare al băncilor de rangul doi.

Banca centrală creează şi alimentează cu „monedă primară" băncile comerciale, respectiv desfiinţează „moneda primară" deţinută de acestea din urmă, pe următoarele căi:

a) acordarea (rambursarea) de credite directe;

b) acordarea (rambursarea) de credite indirecte, prin intermediul altor beneficiari (de obicei, guvernul);

c) cumpărarea (vânzarea) de titluri;

d) cumpărarea (vânzarea) de valute (devize).

Importanţa acestor canale de creare, difuzare şi retragere din circulaţie a „monedei primare" diferă de la o ţară la alta şi de la o perioadă istorică la alta. Astfel, în ţările în care există piaţă financiară dezvoltată, o importanţă deosebită au operaţiunile de vânzare-cumpărare de titluri de stat (*open market*); în alte ţări, principala cale de difuzare a „monedei primare" este reprezentată de creditele directe acordate de banca centrală băncilor comerciale, fie prin mecanismul scontului (de exemplu, România — în perioada interbelică), fie în mod direct (de exemplu, România — în anii '90); creditarea de către banca centrală a guvernului se întâlneşte, de regulă, în ţările cu piaţă financiară slab dezvoltată (de exemplu, România — în anii '90), în ţările dezvoltate fiind, de obicei, interzisă prin lege.

Dată fiind importanţa diferită pe care o au în diverse ţări amintitele canale de creaţie şi difuzare a monedei primare, nu se poate formula o regulă generală în această privinţă. Toate canalele menţionate sunt de natură să influenţeze potenţialul de creditare al băncilor, iar, ca urmare, sunt susceptibile să intre sub incidenţa acţiunii băncii centrale.

a) Acordarea (rambursarea) de credite directe de către banca centrală băncilor de rangul doi constituie mecanismul cu efectul relativ cel mai puternic asupra potenţialului de creditare al acestora din urmă, deoarece creditele respective conduc la o creştere de egală valoare a resurselor băncilor comerciale, fără a presupune constituirea aferentă de rezerve obligatorii sau facultative din partea lor. Această modalitate de refinanţare de către banca

centrală a băncilor comerciale reprezintă principala cale de creare şi desfiinţare a „monedei primare" în ţările în care piaţa financiară este slab dezvoltată, caz în care importanţa sa în formarea potenţialului de creditare al băncilor de rangul doi este covârşitoare. De fapt, în aceste ţări, creditele acordate de banca centrală şi condiţiile de creditare respective constituie principalele instrumente prin care autoritatea monetară reglează oferta de monedă.

b) Acordarea (rambursarea) de credite indirecte, prin intermediul altor beneficiari (de obicei, guvernul) constituie o cale ocolită de a provoca modificarea resurselor băncilor comerciale.

Această practică a fost foarte răspândită în trecut, când băncile centrale (inclusiv Banca Naţională a României) au acordat credite statului şi, respectiv, agenţilor economici nebancari asimilaţi acestuia (regii autonome, intreprinderi de stat, alte intreprinderi considerate importante etc.). În acest caz, beneficiarii creditelor respective (stat, intreprinderi etc.) folosesc rapid fondurile procurate în modul acesta pentru plăţi către alţi agenţi economici, care nu sunt neparat clienţi ai băncii centrale (achitarea mărfurilor şi serviciilor, a salariilor funcţionarilor publici şi ale altor categorii de angajaţi, subvenţii, ajutoare, burse etc.), ceea ce face ca moneda aferentă să ajungă relativ repede în conturile deschise la băncile comerciale (disponibilităţi în conturile curente ale furnizorilor) sau la populaţie (economii provenite din venituri necheltuite, deţinute sub formă de numerar). Totuşi, apariţia acestor sume în conturile deschise la băncile comerciale nu reprezintă în întregime o creştere de resurse pentru băncile în cauză. După cum am arătat, băncile intră în posesia sumelor respective sub forma creşterii depozitelor clienţilor, pentru care trebuie să constituie rezerve obligatorii şi, eventual, facultative. Ca urmare, creditele acordate de banca centrală statului şi altor agenţi economici similari determină doar parţial creşterea întrărilor de „monedă primară" la nivelul băncilor comerciale şi, deci, constituie doar parţial o bază pentru procesul ulterior de multiplicare a creditului şi a masei monetare. O cantitate mai mare sau mai mică de „monedă primară", creată în modul acesta, ajunge la populaţie, sub formă de numerar, iar o altă parte este blocată în rezervele obligatorii şi, eventual, facultative. Partea care reprezintă, într-adevăr, creşterea cantităţii de „monedă primară" aflate la dispoziţia băncilor de rangul doi depinde de o multitudine de factori, iar, ca urmare, este de presupus că diferă foarte mult de la un caz la altul şi că este extrem de volatilă.

În prezent, în cazul majorității băncilor centrale, acordarea de credite statului şi agenților economici nebancari asimilați acestuia este interzisă prin lege, ceea ce înseamnă că acest mecanism de creație monetară este practic blocat.

c) Cumpărarea (vânzarea) de titluri (în principal titluri de stat, prin operațiunile *open market*) de către banca centrală are efecte diferite asupra potențialului de creditare al băncilor obişnuite, în funcție de calitatea partenerilor acesteia în tranzacțiile respective. Astfel, în măsura în care partenerii de la care banca centrală cumpără sau cărora le vinde titluri sunt băncile comerciale — cazul tipic în prezent în economiile dezvoltate —, efectul este identic cu cel care se manifestă în cazul acordării (rambursării) de credite directe băncilor comerciale. În măsura în care banca centrală cumpără sau vinde titluri agenților economici nebancari, care folosesc în acest scop depozitele la vedere existente în conturile lor de la băncile comerciale, efectul este similar cu cel care se manifestă în situația modificării volumului resurselor băncilor în urma variației volumului depozitelor atrase de la clienți (inclusiv, deci, sub aspectul corecției impuse de necesitatea constituirii rezervelor obligatorii şi facultative). În fine, în cazul în care vânzătorii sau cumpărătorii titlurilor sunt agenți economici nebancari, care folosesc în acest scop numerarul (de exemplu, populația), tranzacțiile respective nu au nici un efect asupra potențialului de creditare al băncilor comerciale.

Trebuie totuşi adăugat că ultimele două cazuri se întânesc rar în economiile contemporane şi că practica tipică în aceste economii este efectuarea de operațiuni *open market* doar cu băncile comerciale.

d) Cumpărarea (vânzarea) de valute (devize) de către banca centrală exercită un efect similar cu cel manifestat în cazul cumpărării (vânzării) de titluri: acest efect depinde de calitatea partenerilor băncii centrale în tranzacțiile respective.

Toate genurile de tranzacții amintite se reflectă în bilanțul băncii centrale. De aceea, instrumentul contabil respectiv constituie una din principalele surse de informații pentru analiza şi previzionarea evoluției potențialului de creditare al băncilor comerciale.

2) Modificarea ratei rezervelor obligatorii constituie a doua modalitate importantă prin care banca centrală influențează potențialul de creditare al

băncilor comerciale şi, deci, oferta de monedă. Variaţia acestei rate afectează în două moduri potenţialul de creditare al sistemului bancar comercial, şi anume:

a) Modificarea ratei rezervelor obligatorii determină, în primul rând, creşterea sau descreşterea cantităţii de „monedă primară", libere pentru plasament, existente în conturile pe care băncile comerciale le au deschise la banca centrală. Astfel, în cazul creşterii ratei, o parte mai mare din resursele băncilor vor fi imobilizate ca rezerve obligatorii şi, deci, nu vor mai fi libere pentru acordarea unor noi credite; în cazul scăderii ratei, o parte din resursele anterior blocate devin libere pentru plasament.

Ca urmare, se poate spune că modificarea ratei rezervelor obligatorii are acelaşi efect ca şi creşterea sau reducerea resurselor băncilor.

b) Modificarea ratei rezervelor obligatorii determină, în al doilea rând, modificarea mărimii multiplicatorului. Într-adevăr, conform ecuaţiilor (33) şi (34), creşterea ratei rezervelor obligatorii, z, determină reducerea multiplicatorului, k_r - şi invers.

Efectul menţionat la pct. a) de mai sus reprezintă acţiunea factorului „rata rezervelor obligatorii" asupra potenţialului de creditare static al băncilor comerciale. Efectul de la pct. b) reprezintă, pe lângă acţiunea asupra potenţialului de creditare static, o acţiune asupra potenţialului de creditare dinamic, date fiind consecinţele pe care modificarea ratei rezervelor obligatorii le are asupra procesului de multiplicare.

Acţiunea modificării ratei rezervelor obligatorii asupra multiplicatorului şi potenţialului de creditare dinamic poate fi foarte puternică, atât de puternică încât băncile centrale să ezite să folosească instrumentul respectiv de politică monetară. Aceasta, deoarece modificarea mărimii multiplicatorului, k_r, se repercutează, la rândul său, asupra următoarelor trei elemente:

a) cantitatea de „monedă primară" liberă (rezerve lichide facultative), existentă în contul de la banca centrală;

b) amploarea creşterii sau descreşterii acestei cantităţi;

c) amploarea creşterilor sau descreşterilor viitoare ale mărimii economice respective.

Ca urmare, cu cât modificarea ratei rezervelor obligatorii determină, în momentul iniţial, o modificare mai mare a cantităţii de „monedă primară" libere, existente în conturile băncilor comerciale de la banca centrală, cu atât

modificarea acestei rate are un efect mai mare transmis prin intermediul multiplicatorului.

Această idee poate fi exprimată în formă matematică astfel:

$$\Delta K^p = \left(D^l - \Delta r_o \cdot D^r\right) \cdot \Delta k_i + \sum_1^i F_t \cdot \Delta k_{i-t+1} \tag{47}$$

unde:

ΔK^p - modificarea potențialului de creditare;

Δk_i - modificarea multiplicatorului ca urmare a modificării ratei rezervelor obligatorii în perioada i;

D^l - disponibilități existente în contul de la banca centrală peste nivelul rezervelor minime obligatorii;

D^r - disponibilități în contul de la banca centrală care apar în urma modificării ratei rezervelor obligatorii;

Δr_0 - modificarea ratei rezervelor obligatorii.

În legătură cu influența modificării ratei rezervelor obligatorii, sunt necesare încă două precizări. În primul rând, după cum am mai menționat, acțiunea acestui factor asupra unei bănci comerciale sau alteia poate fi foarte diferită, în funcție de structura resurselor băncilor respective. În al doilea rând, există țări în care regimul rezervelor obligatorii este astfel conceput încât rezervele lichide existente pot fi folosite într-o anumită măsură pentru plăți curente, ceea ce face ca volumul lor să scadă uneori sub nivelul obligatoriu, cu condiția reconstituirii acestora într-o perioadă de timp ulterioară, precizată prin reglementări. În aceste țări, creşterea volumului rezervelor obligatorii sporeşte posibilitatea de a preleva din ele lichidități necesare pe termen scurt, ceea ce permite reducerea rezervelor facultative. (În cazul reducerii rezervelor obligatorii, lucrurile stau invers). Ca urmare, în acest caz, efectele modificării ratei rezervelor obligatorii sunt parțial anhilate de efectele modificării în sens invers a ratei rezervelor facultative.

Analiza acțiunii băncii centrale asupra potențialului de creditare global al sistemului bancar comercial relevă formidabila putere cu care este înzestrată această instituție. Puterea băncii centrale provine din faptul că este unicul

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

centru creator de „monedă primară"[1], adică de monedă utilizată în relațiile interbancare şi care, tocmai pentru că are această utilizare specială, conferă unitate sistemului monetar național. Spre deosebire de banca centrală, în cazul în care nu obțin o cantitate suficientă de „monedă primară" pentru a-şi achita angajamentele, băncile de rangul doi pot deveni nelichide. Cu alte cuvinte, deoarece nu pot crea ele însele „monedă primară", deținerea de rezerve suficiente constituite în acest tip superior de monedă reprezintă, pentru băncile comerciale, o condiție esențială de care depinde posibilitatea lor de a-şi efectua plățile şi, deci, de a continua să existe.

Faptul că banca centrală poate crea după dorință „monedă primară" face ca potențialul său de creditare să fie nelimitat. Indiferent de volumul creditelor pe care le acordă, banca centrală dispune întotdeauna de moneda pe care trebuie să o furnizeze clienților săi cu titlu de împrumut, pentru simplul motiv că creează ea însăşi această monedă[2]. După cum am arătat, explicația acestui fenomen fără egal în interiorul economiei unei țări constă în faptul că, la fel ca în cazul oricărei bănci, creditele acordate de banca centrală sunt înregistrate în activ, iar „moneda primară" creată în modul acesta în pasiv, ceea ce permite băncii centrale să-şi păstreze în permanență echilibrul bilanțier indiferent de sumele implicate.

Deoarece potențialul de creditare al băncii centrale este nelimitat, potențialul de creditare global al întregului sistem bancar, cuprinzând, deci, banca centrală şi celelalte bănci şi instituții de credit, este şi el nelimitat. Iar aceasta este principala caracteristică distinctivă a sistemelor monetare contemporane, bazate pe circulația monedei-simbol, care le deosebeşte radical de vechile sisteme monetare, bazate pe circulația monedei-marfă (sistemele monetare metaliste). În sistemele monetare contemporane, creşterea masei

---

[1] — Afirmația nu este, desigur, valabilă în cazul în care unele forme de „monedă primară" (de exemplu, anumite cupiuri în cazul biletelor de hârtie, anumite tipuri de monezi divizionare etc.) sunt emise de trezoreria publică. Reamintim însă că facem abstracție de acest caz, deoarece nu este caracteristic pentru economiile contemporane.

[2] — Subliniem că este vorba despre creditele acordate în monedă națională. În relațiile cu partenerii străini, care se derulează în moneda altui stat, banca centrală poate fi însă nelichidă în moneda respectivă, la fel ca oricare altă bancă. Excepție fac totuşi băncile centrale care crează o monedă ce se utilizează ca mijloc de plată internațional: dacă moneda creată de o asemenea bancă (de exemplu, dolarul SUA) se bucură de încrederea necesară, banca centrală în cauză (Sistemul Rezervelor Federale) are, pe plan internațional, un rol similar cu cel care îl joacă, în interiorul țării sale, o bancă centrală obişnuită.

monetare nu are nici o limită tehnică intrisecă, trebuind, deci, dozată raţional printr-o politică monetară conştientă.

2.5.2.5. Acţiunea agenţilor nebancari asupra potenţialului de creditare al băncilor

Deşi acţiunea băncii centrale asupra potenţialui de creditare al sistemului bancar este dominantă, volumul creditelor pe care le pot acorda băncile este influenţat şi de celelalte categorii de agenţi economici: intermediarii financiari nebancari şi, respectiv, agenţii economici nefinanciari (intreprinderi, organisme publice, organizaţii social-politice, populaţie etc.).

Agenţii economici nebancari (sectoarele nebancare ale economiei: intreprinderi, populaţie etc.) pot influenţa potenţialul de creditare al băncilor în mai multe moduri, şi anume:

1) Vânzarea către bănci de valute (devize), ori cumpărarea de la acestea a monedelor străine, în schimbul monedei naţionale, şi anume, de regulă, a monedei existente sub formă de depozite la vedere (monedă scripturală). Prin tranzacţiile respective, agenţii economici nebancari determină modificarea volumului resurselor băncilor şi, deci, provoacă modificarea potenţialul lor de creditare.

2) Transformarea depozitelor în numerar — şi invers, ceea ce duce la reducerea cantităţii de „monedă primară" aflată asupra băncilor (în primul caz), ori la creşterea acesteia (în al doilea caz).

3) Efectuarea de transferuri monetare de la băncile comerciale la banca centrală şi invers, ceea ce, de asemenea, are ca efect modificarea cantităţii de „monedă primară" aflate asupra băncilor comerciale. Astfel, plata impozitelor datorate bugetului central, al cărui cont se află, de regulă, la banca centrală, determină ieşirea de „monedă primară" din conturile băncilor comerciale. Invers, primirea de subvenţii de la buget şi, în general, efectuarea cheltuielilor prevăzute în bugetul central duc la întrări de „monedă primară" în conturile băncilor de rangul doi.

Lucrurile stau la fel în cazul altor categorii de bugete (locale, separate, autonome etc.), a căror execuţie determină, după caz, intrări sau ieşiri de „monedă primară" din sistemul bancar (de exemplu, ieşirile determinate de plata în numerar a salariilor funcţionarilor publici plătiţi din bugetele respective).

4) Efectuarea de operaţiuni care determină modificarea structurii resurselor băncilor, factor de care depinde aplicarea ratei sau ratelor rezervelor obligatorii

şi, respectiv aplicarea ratei rezervelor facultative. De exemplu, agenţii economici nebancari pot transforma depozitele lor la vedere în depozite la termen, ceea ce duce la creşterea rezervelor lichide libere din conturile curente ale băncilor, având, deci, un efect similar cu apariţia unor noi resurse în cadrul acestora.

Toate aceste modalităţi prin care agenţii economici nebancari pot acţiona asupra potenţialului de creditare al băncilor sunt valabile atât în cazul potenţialului static, cât în cel al potenţialului dinamic. În ceea ce priveşte potenţialul dinamic, trebuie însă precizat că modificările resurselor băncilor, care se produc prin operaţiunile amintite, se conjugă cu efectul modificării multiplicatorului, ceea ce face ca rezultatul final să fie uneori foarte puternic.

Un caz particular este cel al ţărilor cu monedă convertibilă, în care potenţialul de creditare (static şi dinamic) al băncilor autohtone este influenţat şi de tranzacţiile de genul celor menţionate efectuate de agenţii nebacari nerezidenţi.

În concluzie, procesul de formare a potenţialului de creditare al băncilor şi, deci, oferta de monedă depind atât de operaţiunile băncii centrale, cât şi de tranzacţiile „autonome" efectuate de agenţii nebancari, rezidenţi şi nerezidenţi. Totuşi, deşi influenţa agenţilor nebancari este importantă, conferind ofertei de monedă o anumită „endogenitate", rămâne faptul că banca centrală, cu potenţialul său de creditare nelimitat, poate contracara orice acţiune a agenţilor nebancari, oricât de importantă ar fi ea. Ca urmare, cu toate că factorii „autonomi" ai procesului de formare a potenţialului de creditare au importanţa lor, banca centrală este în măsură să determine hotărâtor mărimea şi evoluţia acestui potenţial şi, deci, să imprime o caracteristică de „exogenitate" dominantă ofertei de monedă.

2.5.3. Influenţa anagajmentelor nemonetare ale băncilor asupra ofertei de monedă

Conform ecuaţiei (32), creşterea volumului angajamentelor nemonetare al băncilor determină reducerea masei monetare — şi invers.

Pe lângă această acţiune directă, reflectată de ecuaţia (32), există şi o acţiune indirectă, manifestată prin modificările pe care variaţia volumului angajamentelor nemonetare le produce la nivelul potenţialului de creditare

static şi dinamic. Astfel, creşterea volumului angajamentelor nemonetare ale băncilor determină, de regulă, reducerea (sau cel puţin reducerea relativă) a volumului rezervelor lor lichide facultative şi, deci, eliberarea de „monedă primară", care devine astfel liberă pentru a acorda noi credite. De asemenea, factorul amintit poate determina reducerea, într-o anumită măsură, a volumului rezervelor obligatorii, ceea ce are acelaşi efect. O asemenea situaţie se întâlneşte, de exemplu, în cazul în care o parte din sumele existente în conturile curente ale clienţilor sunt transferate de aceştia în conturile lor de depozit la termen.

În ipoteza reducerii volumului anagajamentelor nemonetare, efectul este invers.

Rezultă că modificarea volumului depozitelor la termen şi al celorlalte angajamente nemonetare ale băncilor are două efecte contrare. Primul efect — direct şi static — este reducerea masei monetare, în cazul creşterii volumului acestui element şi creşterea masei monetare — în cazul contrar. Al doilea efect — indirect şi dinamic — este creşterea potenţialului de creditare al băncilor, ceea ce permite creşterea volumului creditelor acordate de acestea şi, deci, creşterea ofertei de monedă — în cazul creşterii mărimii depozitelor nemonetare şi invers — în cazul reducerii acestui element.

Rezultă că acţiunea variaţiilor volumului angajamentelor nemonetare ale băncilor este mai complexă decât arată ecuaţia (32). Altfel spus, ecuaţia (32) descrie procesul de formare a ofertei de monedă într-un mod destul de simplificator, deoarece nu reflectă complet interacţiunea care există între evoluţia volumului angajamentelor monetare ale băncilor, pe de o parte, şi evoluţia volumului creditelor acordate de acestea, pe de altă parte. Acesta nu înseamnă, desigur, că ecuaţia (32) este inutilă, ci doar că pentru înţelegerea adevăratei sale semnificaţii trebuie să se ţină seama de precizarea anterioară.

Amploarea efectului dinamic al variaţiei angajamentelor nemonetare depinde de structura acestor angajamente, precum şi de structura ratelor rezervelor obligatorii şi a rezervelor facultative. Căci, cu cât structura pasivelor băncilor este mai diferenţiată din punct de vedere al aplicării amintitelor rate, cu atât efectul modificării angajamentelor nemonetare este mai eterogen.

Astfel, efectul cel mai puternic este exercitat de modificările angajamentelor nemonetare cu grad redus de lichiditate (depozite la termen, obligaţiuni emise de bănci, fonduri proprii etc.), deoarece, în acest caz, creşterea sau scăderea cantităţii de „monedă primară" libere, existente în contul unei anumite bănci

deschis la banca centrală, se produce atât prin modificările volumului rezervelor obligatorii, cât şi prin modificările volumului rezervelor facultative.

În celelalte cazuri, efectul se repercutează asupra cantităţii de „monedă primară" libere doar în mod indirect, prin modificarea volumului rezervelor lichide facultative.

Or, având în vedere că structura angajamentelor nemonetare ale băncilor este un element relativ, care depinde în principal de amploarea procesului de intermediere financiară şi de gradul de diferenţere a produselor financiare, înseamnă că influenţa indirectă a variaţiei volumului angajamentelor nemonetare ale băncilor diferă foarte mult de la un caz la altul.

În concluzie, principala caracteristică a acţiunii pe care o exercită asupra masei monetare variaţia volumului angajamentelor nemonetare al băncilor este că această acţiune depinde foarte mult de agenţii nebancari. Aceştia influenţează prin comportamentul lor volumul şi structura angajamentelor nemonetare ale băncilor, ceea ce accentuează — direct sau indirect — caracterul endogen al ofertei de monedă.

2.5.4. Influenţa balanţei de plăţi asupra ofertei de monedă

Acţiunea balanţei de plăţi asupra masei monetare depinde de numeroşi factori, dintre care cel mai important este mărimea deficitului sau execedentului acestei balanţe[1]. Dintre ceilalţi factori, amintim următorii:

— modul de definire a agregatelor monetare în raport cu criteriul instituţional, de care depinde dacă acestea cuprind instrumentele monetare deţinute de nerezidenţi, ori numai cele deţinute de rezidenţi;

— gradul de convertibilitate a monedei naţionale, de care depinde dacă încasările şi plăţile externe se efectuează cu monedă străină, cu monedă naţională sau în ambele moduri;

— modul de finanţare a deficitului balanţei de plăţi şi de utilizare a excedentului;

— regimul valutar (existenţa unor forme de control valutar sau libera mişcare a capitalurilor);

[1] — Există şi problema inversă, a influenţei pe care o exercită masa monetară asupra balanţei de plăţi, de care însă nu ne ocupăm aici. (A se vedea şi lucrarea noastră: *Economie monetară şi financiară internaţională*, ed.cit., p.218-220).

– regimul cursurilor de schimb (fixe sau flotante); etc.

Pentru simplificare, în cele ce urmează se presupune că agregatele monetare sunt astfel definite încât cuprind numai activele monetare deținute de agenții economici autohtoni, nu şi cele deținute de străini. De asemenea, presupunem că moneda națională nu este convertibilă şi că, deci, tranzacțiile externe se derulează exclusiv cu ajutorul monedelor altor state. Aceste ipoteze ne îndepărtează de situația din țările dezvoltate (inclusiv România, care, în vederea întrării în UE, a liberalizat complet operațiunile de schimb valutar), însă corespund situației dintr-un mare număr țări, ale căror monede naționale nu sunt convertibile pe plan internațional sau sunt convertibile într-o mică măsură.

Pornind de la ecuația (27), efectele monetare ale modificării situației balanței de plăți pot fi exprimate astfel:

$$\Delta E^e = \Delta A^e - \Delta P^e \tag{48}$$

unde, având în vedere ipotezele anterioare:

ΔA^e - modificarea volumului creanțelor în valută ale băncilor;

ΔP^e - modificarea volumului datoriile în valută ale băncilor.

Se observă că ecuația (48) defineşte cea de-a treia variabilă a ecuației (32). Conform acestor două ecuații, creşterea volumului creanțelor în valută şi, în general, a volumului activelor externe ale băncilor, precum şi reducerea volumului angajamentelor în valută şi, în general, a volumului pasivelor externe ale acestora, determină creşterea masei monetare. Invers, reducerea volumului creanțelor în valută, precum şi creşterea angajamentelor în valută provoacă reducerea masei monetare.

Având în vedere că în bilanțul agregat al sistemului bancar principala componentă a postului „active externe" este reprezentată de „rezervele valutare" ale băncii centrale, iar principala componentă a postului „pasive externe", de împrumuturile primite de la băncile străine, înseamnă că creşterea volumului rezervelor valutare duce la creşterea ofertei de monedă pe plan intern. Această creştere se diminuează însă cu creşterea volumului împrumuturilor angajate de bănci (banca centrală şi băncile comerciale) în

străinătate, respectiv se augmentează cu suma care reprezintă reducerea volumului împrumuturilor bancare externe.

Mecanismul prin care se produc aceste efecte este relativ simplu. Creşterea cantităţii de valută deţinute de băncile autohtone se realizează prin cumpărarea de valută de către acestea de la clienţii lor, tranzacţii prin care vânzătorii valutei (agenţi financiari şi nefinanciari: intreprinderi, populaţie etc.) obţin în schimb monedă naţională, care alimentează creşterea stocului de monedă din economie. Invers, în cazul reducerii cantităţii de valută: băncile vând valută clienţilor lor, încasând în schimb monedă naţională, ceea ce duce la scăderea masei monetare.

Acest gen de efecte nu se produc însă în cazul în care modificarea cantităţii de valută deţinute de bănci este determinată de creşterea sau scăderea datoriilor lor externe. Astfel, creşterea cantităţii de valută pe care o deţin băncile, produsă prin creşterea datoriilor lor externe, nu presupune cumpărarea de valută de la agenţii economici autohtoni şi, deci, nu implică creşterea masei monetare. Tot aşa, scăderea cantităţii de valută, produsă prin folosirea acesteia pentru rambursarea împrumuturilor externe, nu duce la resorbţia masei monetare aflate în circulaţia internă.

La acest nivel al discuţiei, efectele exercitate asupra ofertei de monedă de tranzacţiile cu străinătatea sunt, într-adevăr, simple. Incidenţele amintite constituie totuşi numai o componentă a efectului global exercitat de relaţiile economice externe, şi anume partea care reprezintă efectele directe şi cu caracter static. Problema este ceva mai complicată, atunci când se au în vedere efectele indirecte şi cu caracter dinamic.

Pentru a evidenţia efectele indirecte şi dinamice, este necesară delimitarea tranzacţiilor cu străinătatea pe care le efectuează banca centrală şi, respectiv, a tranzacţiilor de acelaşi gen pe care le efectueză băncile de rangul doi (şi asimilatele acestora). Cu alte cuvinte, ecuaţia (48) trebuie scrisă de două ori: odată pentru banca centrală şi altă dată pentru băncile comerciale:

$$E^{ec} = A^{cc} - P^{ec} \tag{49}$$

$$E^{eb} = A^{eb} - P^{eb} \tag{50}$$

unde simbolul c marchează banca centrală, iar b băncile obişnuite.

Ecuația (49) arată efectele pe care le exercită asupra procesului de creare a „monedei primare" tranzacțiile cu străinătatea efectuate de banca centrală. Conform acestei ecuații, coroborate cu ecuația (32), creşterea volumului activelor externe ale băncii centrale, $+\Delta A^{ec}$, antrenează crearea de „monedă primară", iar reducerea volumului activelor externe, $-\Delta A^{ec}$, determină desființarea de „monedă primară". Aceste creşteri sau reduceri ale „bazei monetare", provocate, deci, de variația stocului de active externe ale băncii centrale, se corectează însă cu variația volumului datoriilor externe ale băncii centrale, ΔP^{ec}.

Se observă că mecanismul prin care tranzacțiile cu străinătatea determină crearea sau desființarea de „monedă primară" este asemănător cu cel care funcționează în cazul vânzării-cumpărării de valută de pe piața valutară internă, descris în &2.5.3 *supra*, cu singura deosebire că aici apar în calitate de parteneri ai băncii centrale, pe lângă alte categorii de agenți economici, şi băncile comerciale. Astfel, creşterea activelor externe ale băncii centrale, ΔA^{ec}, se realizează (în parte) prin cumpărarea de valute (devize) de la băncile de rangul doi şi, eventual, de la clienții acestora, ceea ce duce, în final, la creşterea cantității de „monedă primară" existente sub formă de disponibilități în conturile curente ale băncilor comerciale deschise la banca centrală.

În cazul reducerii rezervelor valutare ale băncii centrale, lucrurile se petrec invers.

Totuşi, variațiile volumului rezervelor valutare nu vor avea efectele menționate, dacă sunt provocate de modificarea volumului datoriei externe a băncii centrale, nu de intervențiile sale pe piața valutară internă.

„Moneda primară", creată sau desființată în modul descris mai sus, constituie, pentru sistemul bancar comercial, inputuri sau outputuri de resurse, care declanşează apoi procesul de multiplicare a creditelor şi depozitelor, cu cunoscutele sale efecte asupra ofertei de monedă. De aceea, efectul monetar total al tranzacțiilor cu străinătatea realizate de banca centrală este mai puternic decât rezultă din ecuația (49), care, după cum am mai menționat, nu arată decât consecințele directe şi cu caracter static.

Ecuația (50) reflectă efectele pe care le exercită asupra masei monetare tranzacțiile cu străinătatea efectuate de băncile comerciale. Conform acestei ecuații, creşterea volumului activelor externe ale băncilor de rangul doi, $+\Delta A^{eb}$,

echivalează cu crearea de monedă națională, iar reducerea acestui element, $-\Delta A^{eb}$, cu desființarea de monedă autohtonă.

Totuşi, la fel ca în cazul băncii centrale, efectul menționat se corectează, din motivele deja arătate, cu acțiunea pe care o exercită modificarea volumului pasivelor externe ale băncilor comerciale.

De asemenea, la fel ca în cazul ecuației (49), şi aici există nu numai efecte directe, ci şi efecte indirecte. Astfel, amintitul efect monetar al creşterii şi/sau descreşterii volumului activelor externe ale băncilor comerciale se conjugă cu efectele pe care le produc blocările sau eliberările corespunzătoare de rezerve obligatorii şi facultative.

În consecință, efectul monetar global pe care îl exercită evoluția poziției balanței de plăți este mai puternic decât cel care rezultă în mod explicit din ecuațiile (49) şi (50).

Efectele indirecte menționate acționează, după caz, în sensul creşterii sau reducerii potențialului de creditare static şi dinamic al sistemului bancar comercial, corectând, astfel, acțiunea directă pe care o exercită asupra ofertei de monedă mărimea şi dinamica excedentului sau deficitului balanței de plăți, acțiune exprimată prin variabila ΔE^e din ecuația (32). Aceste efecte indirecte ale tranzacțiilor cu străinătatea acționează în sens contrar față de efectele directe, care, în modul acesta, sunt parțial anhilate.

Se poate, deci, spune că, la fel ca în cazul variației angajamentelor nemonetare ale băncilor, ΔD^i, ecuația (32) constituie o descriere destul de simplificatoare acțiunii factorului extern.

Analiza efectelor tranzacțiilor cu străinătatea, efectuată mai sus, se bazează pe informațiile oferite de bilanțurile băncilor. Folosind date sistematice, complete şi operative, această analiză are numeroase avantaje. Totuşi, ea are dezavantajul că nu relevă factorii care determină amintitele modificări de posturi bilanțiere şi nici măsura în care factorii respectivi țin de comportamentul băncilor sau de cel al agenților economici nebancari. Or, cunoaşterea acestor aspecte este esențială pentru înțelegerea modului în care relațiile economice cu străinătatea influențează mărimea şi dinamica ofertei de monedă.

Se ajunge, astfel, la problema legăturii dintre dinamica posturilor din bilanțul agregat al sistemului bancar şi dinamica posturilor balanței de plăți[1].

[1] — A se vedea nota 1, p. 229.

Pentru a aborda această problemă în contextul discuției de față, pornim de la premisa că, prin definiție, balanța de plăți cuprinde toate tranzacțiile cu străinătatea efectuate de rezidenți[1]. Grupând aceste tranzacții într-un mod convenabil, astfel încât să se poată scrie ecuația (48), se obține următoarea ecuație a balanței de plăți:

$$SBP + \Delta D^{nm} + \Delta P^{e} - \Delta A^{e} = 0 \qquad (51)$$

de unde rezultă:

$$\Delta E^{e} = SBP + \Delta D^{nm} \qquad (52)$$

unde (în echivalent monedă națională):

SBP - soldul balanței de plăți;

ΔD^{nm} - variația volumului datoriilor nete față de străinătate ale agenților nebancari (intermediari financiari nebancari și agenți nefinanciari: intreprinderi, autorități publice, populație).

Ecuația (52) arată factorii de care depinde variabila ΔE^{e}, care concretizează efectele monetare ale acelor tranzacții cu străinătatea ce sunt reflectate în bilanțurile băncilor. Conform acestei ecuații, rezultă următoarele concluzii:

1) Efectele monetare ale tranzacțiilor cu străinătatea depind de doi factori:

a) soldul balanței de plăți, SBP;

b) variația soldului datoriilor nete față de străinătate ale sectoarelor nebancare ale economiei naționale.

2) Excedentul balanței de plăți determină crearea de monedă națională, pe când deficitul induce desființarea acesteia.

3) Efectele menționate la pct. 2) se corectează, în sensul augmentării, cu suma reprezentând creșterea volumului datoriilor nete față de străinătate ale sectoarelor nebancare autohtone și în sensul diminuării, cu reducerea parametrului amintit.

Rezultă că una și aceiași poziție a balanței de plăți (excedent sau deficit) poate avea efecte monetare interne diferite, inclusiv unele contrare celor

---

[1] — *„Balanța de plăți este un document, întocmit de organele competente ale statului, care cuprinde înregistrarea sistematică a ansamblului încasărilor și plăților determinate de tranzacțiile reale și financiare, dintr-o perioadă dată, ale unei țări cu restul lumii — balanța de plăți globală — sau cu o altă țară"*. (Kiriţescu C., Dobrescu E., *Moneda-mică enciclopedie*, Ed. Enciclopedică, Bucureşti, 1998, p. 36).

normale: desfinţarea de monedă — în cazul excedentului şi crearea de monedă — în cazul deficitului.

La nivelul bilanţurilor băncilor, efectul exprimat prin variabila ΔE^e se reflectă prin variaţia elementelor cuprinse în ecuaţiile (49) şi (50). Ca urmare, evoluţia activelor externe ale băncilor, ΔA^e, depinde în mare măsură de procesul descris de ecuaţia (52), care se desfăşoară în economia „reală".

Băncile pot influenţa însă localizarea efectului, ΔA^e, în bilanţul băncii centrale, ΔA^{ec}, sau în bilanţurile băncilor comerciale, ΔA^{eb}. De asemenea, băncile pot influenţa deciziile agenţilor nebancari de a contracta noi datorii în străinătate, ori de a achita datoriile externe existente, ΔP^e, precum şi modul în care aceste creşteri sau reduceri de datorii externe se repartizează la diverse verigi ale aparatului bancar (ΔP^{ec} sau ΔP^{eb}).

În concluzie, acţiunea pe care balanţa de plăţi o exercită asupra ofertei de monedă depinde, în cea mai mare parte, de activitatea agenţilor nebancari (importatori, exportatori, investitori etc.), şi anume atât de tranzacţiile curente efectuate de aceştia (importuri, exporturi, turism etc.), cât şi de tranzacţiile lor financiare (angajarea de împrumuturi din străinătate, acordarea de credite partenerilor străini, efectuarea de investiţii în străinătate sau invers etc.). Ceea ce depinde de bănci este doar repartizarea efectelor monetare respective la nivelul băncii centrale sau al băncilor comerciale, precum şi realizarea diverselor combinaţii posibile între variaţiile datoriilor şi creanţelor externe, al căror sold exprimă, potrivit ecuaţiei (52), o acţiune exogenă a agenţilor nebancari asupra ofertei de monedă.

În analiza de mai sus, s-a presupus peste tot că moneda naţională are un curs de schimb fix. Această ipoteză nu corespunde însă practicii din ultimele decenii, caracterizate, după cum am arătat, prin cursuri flotante. Ca urmare, este necesară completarea analizei anterioare prin prezentarea efectelor pe care le are asupra ofertei de monedă variaţia cursurilor de schimb. Căci, în prezent, aceste variaţii pot fi foarte ample, producând efecte monetare interne chiar mai puternice decât cele antrenate de modficarea poziţiei balanţei de plăţi.

După cum am mai menţionat, *cursul valutar (de schimb) este preţul unei monede exprimat într-o altă monedă.* În cele ce urmează, avem în vedere ceea ce se numeşte „cursul nominal", adică cursul observat pe piaţă. De fapt, o anumită monedă naţională are un întreg sistem de „cursuri nominale", faţă de diverse monede străine, dintre care unul serveşte, de regulă, drept curs de referinţă (de

exemplu, în cazul României, cursul leului față de euro). Variația acestui curs de referință înseamnă, practic, variația tuturor celorlalte cursuri ale monedei respective. Pe lângă cursul nominal, în teorie şi practică, se foloseşte cee ce se numeşte „cursul real", adică cursul nominal rectificat cu rata inflației.

În aceste condiții, în analiza consecințelor monetare interne ale variației cursului de schimb pot fi delimitate două categorii de efecte: nominale şi reale.

Efectele nominale sunt cele care rezultă din recalcularea echivalentului în monedă națională a activelor şi pasivelor externe ale băncilor. Efectele reale sunt efectele nominale corectate cu indicele general al prețurilor (rata inflației).

Efectele nominale ale variației cursului de schimb se manifestă prin modificarea valorii exprimate în monedă națională a elementelor cuprinse în ecuațiile (49) şi (50). Aceste modificări provin în principal din:

a) Reevaluarea rezervei valutare existente la începutul perioadei de referință, ca urmare a exprimarii sale în monedă națională cu ajutorul unui nou curs valutar (de exemplu, cel existent la sfârşitul periodei de referință).

b) Exprimarea cu ajutorul unui nou nivel de curs valutar, diferit de cel existent la începutul perioadei de referință, a volumului tranzacțiilor efectuate în perioada respectivă de către bănci.

Rezultă că efectele monetare ale tranzacțiilor cu străinătatea, reflectate de ecuațiile (49) şi (50), au, de fapt, două componente:

a) Efecte produse de modificarea volumului activelor şi pasivelor externe ale băncilor.

b) Efecte produse de modificarea cursului nominal cu ajutorul căruia activele şi pasivele externe sunt exprimate în monedă națională.

La acestea, se adugă efectele reale, care sunt efectele de la pct. b) corectate cu rata inflației.

Delimitarea acestor tipuri de efecte se poate face prin „metoda substituției în lanț", care, după cum se ştie, constituie o aplicație simplă a ipotezei *caeteris paribus*.

Astfel, volumul activelor şi pasivelor externe de la sfârşitul perioadei se exprimă în monedă națională cu ajutorul cursului de schimb existent la începutul perioadei, se face apoi diferența față de nivelele de la începutul perioadei şi se determină variațiile mărimilor definite de ecuațiile (49) şi (50).

Rezultatul obținut în modul acesta reprezintă efectul monetar de natură cantitativă al tranzacțiilor cu străinătatea, adică efectul „curățat" de consecințele

variației cursului de schimb. Diferența dintre acest efect „net" și efectul total, calculat, așadar, prin luarea în considerare a posturilor corespunzătoare necorectate din bilanțurile băncilor, va arăta efectul monetar intern al variației cursului de schimb al monedei naționale în perioada de referință.

În continuare, aceste rezultate pot fi rectificate cu indicele general al prețurilor, cee ce permite exprimarea efectelor respective în termeni reali, nu nominali.

2.5.5. Efectele monetare ale încasărilor și plăților în valută între rezidenți

În economiile contemporane, în care operațiunile de schimb valutar sunt, de regulă, liberalizate, atât în cazul tranzacțiile curente, cât și în cazul tranzacțiile de capital (financiare), rezidenții (intreprinderi, persoane fizice) pot efectua încasări și plăți între ei în valută. Având în vedere că principalele valute folosite în acest scop sunt dolarul american și euro, această practică este denumită și „dolarizare", respectiv „eurizare".

Prin prisma obiectivelor analizei de față, încasările și plățile de acest gen pot fi grupate în trei mari categorii:

1) încasări și plăți în valută realizate între băncile rezidente;

2) încasări și plăți în valută realizate între agenții nebancari rezidenți;

3) încasări și plăți în valută realizate între băncile rezidente și agenții nebancari rezidenți.

1) Încasările și plățile în valută realizate între băncile rezidente sunt incluse implicit în analiza influenței exercitate de balanța de plăți asupra ofertei de monedă[1]. Într-adevăr, în analiza din paragraful precedent, variațiile volumului activelor și pasivelor externe ale băncilor autohtone au fost tratate ca variații ale unor mărimi nete, rezultate din ansamblul operațiunilor efectuate de bănci pe piața valutară locală, adică atât cu agenții economici nerezidenți (care se reflectă în balanța de plăți), cât și cu alte bănci rezidente (vânzări-cumpărări interbancare de valută, constituirea de depozite interbancare în valută, acordarea de credite interbancare în valută etc.) (care nu se reflectă în balanța de plăți).

Însă, deși încasările și plățile în valută ale fiecărei bănci (comerciale sau banca centrală) pot fi realizate atât cu agenții nebancari nerezidenți, cât și cu

[1] — Cf. §2.5.4. *supra.*

alte bănci rezidente, atunci când sunt privite la nivelul de ansamblu al sectorului bancar, încasările şi plăţile interbancare se compensează între ele, iar variaţiile volumului activelor şi pasivelor externe ale băncilor depind exclusiv de structura şi evoluţia balanţei de plăţi.

Înseamnă că analiza influenţei balanţei de plăţi asupra ofertei de monedă cuprinde implicit şi problematica efectelor monetare ale operaţiunilor valutare interbancare.

2) Încasările şi plăţile în valută realizate între agenţii nebancari rezidenţi nu au efecte asupra circulaţiei monetare interne.

3) Încasările şi plăţile în valută realizate între băncile rezidente şi agenţii nebancari rezidenţi au efecte monetare destul de importante, care pot aduce anumite corecţii într-un sens sau altul efectelor monetare exercitate de evoluţia balanţei de plăţi.

În linii mari, există două mari categorii de operaţiuni de acest gen:

a) încasări şi plăţi legate de conturile în valută deschise de băncile autohtone rezidenţilor (conturile în valută ale persoanelor fizice, conturile în valută ale intreprinderilor etc.);

b) încasări şi plăţi legate de creditele în valută pe care băncile autohtone le acordă rezidenţilor.

a) Încasările şi plăţile legate de conturile în valută deschise de băncile autohtone rezidenţilor reprezintă contrapartida modificării activelor externe ale băncilor şi, ca urmare, rectifică amintitele efecte monetare ale variaţiilor volumului rezervelor valutare.

Astfel, creşterea volumului activelor externe ale băncilor poate fi rezultatul depunerilor de valută efectuate de titularii de conturi bancare în valută, nu al creării de „monedă primară" de către banca centrală (cum rezultă din ecuaţia (48)). Invers, în cazul reducerii volumului activelor externe.

Rezultă că încasările şi plăţile efectuate prin conturile în valută ale rezidenţilor pot influenţa volumul activelor externe ale sectorului bancar, suprapunându-se sau atenuând efectele descrise de ecuaţiile (49) şi (50).

b) Încasările şi plăţile legate de creditele în valută acordate de băncile autohtone rezidenţilor (respectiv, legate de rambursarea acestor credite) au un efect puternic asupra circulaţiei monetare interne. Astfel, angajarea de către băncile autohtone a unor împrumuturi în valută din străinătate şi acordarea, pe această bază, a unor credite în valută intreprinderilor şi persoanelor fizice

rezidente scurtcircuitează, de fapt, procesul de sterilizare a monedei descris de ecuația (48).

În concluzie, efectele monetare ale încasărilor şi plăților în valută se regăsesc la două nivele:

1) nivelul reprezentat de poziția balanței de plăți (deficit, excedent) şi evoluția acestei poziții;

2) nivelul reprezentat de încasările şi plățile în valută efectuate în cadrul relațiilor dintre băncile autohtone şi agenții nebacari rezidenți.

Concentrarea atenției asupra unui nivel sau altul constituie o problemă empirică. În principiu, este posibilă tratarea separată a influențelor amintite, adică delimitarea a trei categorii de efecte monetare interne ale încasărilor şi plăților în valută:

a) efectele monetare ale situației şi evoluției balanței de plăți;

b) efectele monetare ale încasărilor şi plăților în valută efectuate de rezidenți (efectele monetare ale „dolarizării", respectiv, „eurizării");

c) efectele monetare globale ale încasărilor şi plăților în valută (care cuprind cele două categorii anterioare).

În cazul în care problema care se pune este doar cea a cunoaşterii efectelor monetare interne ale balanței de plăți, creditele în valută se tratează la fel ca creditele în monedă națională, iar variația soldurilor conturilor în valută ale rezidenților, la fel ca variația angajamentelor nemonetare ale băncilor.

În ceea ce priveşte efectele pe care le exercită variația cursului de schimb asupra mecanismului de transmisie a efectelor încasărilor şi plăților în valută, efectuate între rezidenți, sunt valabile cele arătate în &2.5.4 *supra*.

3. Ecuațiile ofertei de monedă

O modalitate importantă de descriere a procesului de formare a ofertei de monedă este exprimarea acestuia cu ajutorul unor relații matematice bazate pe elemente susceptibile a fi determinate cu ajutorul informațiilor cuprinse în bilanțurile băncilor. Scopul scrierii unor asemenea ecuații este evidențierea principalilor factori determinanți şi a principalelor legături cauzale prin care aceştia acționează asupra mărimii şi dinamicii ofertei de moendă.

Una din cele mai cunoscute ecuații ale ofertei de monedă este cea construită de M. Friedman şi A. Schwartz[1].

Ecuația Friedman-Schwartz de bazează pe gruparea factorilor care determină variațiile masei monetare în două mari categorii:

1) factori care depind de banca centrală (autoritatea monetară);

2) factori care depind de comportamentul băncilor de rangul doi şi al agenților nebancari.

Ambele categorii de factori menționate mai sus provoacă modificări ale ofertei de monedă, iar împreună formează conținutul procesului de multiplicare.

Ecuația Friedman-Schwartz este:

$$M = H\frac{\frac{D}{R}\left(1+\frac{D}{C}\right)}{\frac{D}{R}+\frac{D}{C}} \qquad (53)$$

unde:

M — oferta de monedă (în sens de M_1);

H — baza monetară;

D — monedă scriptural (depozite la vedere la băncile comerciale);

C — numerar;

R — rezervele băncilor comerciale la banca centrală (obligatorii şi facultative).

Conform ecuației (53), variațiile ofertei de monedă, M, depind, în primul rând, de cantitatea de „monedă primară", H, care, în concepția autorilor menționați, constituie principalul mijloc prin care banca centrală acționează asupra masei monetare.

A doua grupă de factori cuprinde două rapoarte între trei variabile ce depind fiecare de comportamentul băncilor comerciale şi al agenților nebancari.

Astfel, raportul dintre depozite şi rezervele băncilor comerciale, D/R, depinde de rata rezervelor obligatorii, precum şi de anticipațiile cu privire la evoluția viitoare a ratei dobânzii aferente principalelor produse bancare relevante (din activul şi pasivul băncilor), de anticipațiile cu privire la încasările şi plățile în numerar etc.

[1] — Friedman M., Schwartz A., *A Monetary History of the United States:1867-1960*, ed. cit.

Raportul dintre depozite şi numerar, *D/C*, depinde de veniturile agenţilor nebancari, mai ales ale populaţiei, de structura ratelor dobânzii, precum şi de alţi factori care determină preferinţa pentru numerar a agenţilor nebancari.

Rezultă că variaţiile ofertei de monedă sunt rezultatul, pe de o parte, a acţiunii băncii centrale, iar pe de altă parte, al comportamentului agenţilor nebancari în materie de deţinere şi de utilizare a numerarului şi al comportamentului băncilor de rangul doi în materie de deţinere a rezervelor lichide facultative.

Ecuaţia Friedman-Schwartz se foloseşte îndeosebi pentru studierea proprietăţilor dinamice ale ofertei de monedă.

O altă ecuaţie a ofertei de monedă este cea elaborată de Ph. Cagan[1]. Această ecuaţie are o bază informaţională asemănătoare, deşi este scrisă într-o altă formă:

$$M = H \frac{1}{\frac{C}{M} + \frac{R}{D} - \frac{C}{M} \cdot \frac{R}{D}} \qquad (54)$$

unde simbolurile au aceiaşi semnificaţie ca în ecuaţia (53).

Conform ecuaţiei (54), variaţiile ofertei de monedă, *M*, depind, de asemenea, de două mari categorii de factori:

1) cantitatea de „monedă primară", *H*;

2) rapoartele care reflectă comportamentul agenţilor nebancari, *C/M*, şi *R/D* (şi care împreună definesc multiplicatorul).

Astfel, pentru explicarea mărimii şi dinamicii multiplicatorului, Cagan foloseşte doi factori:

a) raportul dintre cantitatea de numerar şi masa monetară totală, *C/M*;

b) rata rezervelor, *R/D*.

Un exemplu de ecuaţie care cuprinde o formulă mai detaliată a multiplicatorului este cea propusă de J. Jordan[2]:

---

[1] — Cagan Ph., *Determinants and Effects of Changes in the Stock of Money*, Princeton, Princeton University Press, 1965.

[2] — Jordan J., *Elements of Money Stock Determination*, Review, Federal Reserve Bank of Saint Louis, October, 1969.

$$M = B\frac{1+k}{r(1+t+g)+k} \tag{55}$$

unde:

M — oferta de monedă;

B — baza monetară;

k — raportul dintre cantitatea de numerar şi volumul depozitelor la vedere;

r — rata rezervelor;

g — ponderea disponibiltăților bugetului în totalul depozitelor constituite la băncile comerciale;

t — ponderea depozitelor la termen în totalul depozitelor existente la băncile comerciale.

Se observă că formula multiplicatorului din „ecuația Jordan" cuprinde patru coeficienți, în comparație cu „ecuația Friedman-Schhwartz" şi, respectiv, „ecuația Cagan", care cuprind fiecare câte doi coeficienți.

În funcție de necesități, pot fi construite, desigur, şi alte ecuații ale ofertei de monedă. Totuşi, având în vedere orientarea practică a analizei ofertei de monedă, dintre multiplele posibilități de scriere a unor asemenea ecuații trebuie dată prioritate acelor variante care îndeplinesc două condiții. Prima este să reflecte legături stabile, iar a doua, să reflecte factori care se află sub controlul băncii centrale.

Astfel, depozitele existente la băncile comerciale pot fi grupate în mai multe categorii, după diverse criterii: scadență (la vedere, la termen etc.), natura instituțională a titularilor (intreprinderi de stat, private, gospodăriile populației, rezidenți, nerezidenți etc.), moneda în care sunt libelate (monedă națională, valută) ş.a.m.d. De asemenea, este posibilă folosirea unor definiții alternative ale „bazei monetare", respectiv, ale rezervelor obligatorii, ori ale masei monetare (M_1, M_2, M_3 etc.).

În definitiv, structura concretă a variabilelor şi a relațiilor dintre variabilele respective depinde de condițiile concrete existente în economia avută în vedere, de posibilitățile statistice, de scopurile analizei etc.

4. Oferta de monedă şi intermedierea financiară

În încheierea prezentării amplei problematici a ofertei de monedă într-un sistem bancar cu două nivele, este necesară argumentarea unei afirmaţii repetate, şi anume că nu este posibilă delimitarea precisă a fluxurilor implicate de procesul de creare a monedei de fluxurile generate de procesul de intermediere financiară.

După cum am arătat, participanţii la procesul de creare şi desfinţare a monedei sunt banca centrală, băncile comerciale şi agenţii economici nebancari. Comportamentul acestora din urmă este important nu numai prin prisma faptului că determină variaţii ale volumului depozitelor nemonetare constituite la bănci şi, respectiv, a efectelor monetare interne ale balanţei de plăţi, unde această acţiune este dominantă, ci şi prin aceea că influenţează procesul de formare a potenţialului de creditare al băncilor şi, deci, evoluţia volumului şi structurii creditelor acordate de acestea.

De asemenea, am arătat că între cele trei categorii de fluxuri exprimate prin variabilele ecuaţiei (32) există multiple şi complexe legături, orientate în ambele sensuri, directe şi indirecte. Ca urmare, fluxurile respective nu constituie modalităţi izolate şi absolut independente de creare a monedei şi, deci, nu constituie mecanisme de creaţie monetară determinate de categorii de factori complet separate. Cu toate acestea, ecuaţia (32) relevă rezultatul final al acţiunii conjugate a celor trei categorii amintite de agenţi participanţi, acţiune care are loc în mod concomitent în planul tuturor celor trei genuri de fluxuri menţionate, nu acţiunea lor bine individualizată. În consecinţă, canalelele de creare a monedei, descrise formal prin ecuaţia (32), nu pot fi puse în legătură în mod izolat cu variaţiile observate ale ofertei de monedă, ci numai luate toate împreună.

Pentru cuantificarea acţiunii anumitor fluxuri şi categorii de agenţi participanţi, sunt necesare, aşadar, investigaţii suplimentare; în primul rând, se impune aprofundarea cunoaşterii modului de formare a potenţialului de creditare al băncilor cu ajutorul ecuaţiilor (33) şi (40), şi, repectiv, elucidarea, cu ajutorul ecuaţiei (52), a acţiunii balanţei de plăţi.

În acest context, o problemă specială este cea a legăturii care există între variaţia potenţialului de creditare al băncilor, pe de o parte, şi variaţia volumului angajamentelor lor nemonetare (depozite nemonetare atrase de la

clienți), pe de altă parte. Cu alte cuvinte, se pune problema legăturii dintre funcția băncilor de centre producătoare de monedă şi funcția acestora de intermediari finaciari.

După cum am arătat în &2.5.2.5 *supra*, variația angajamentelor nemonetare ale băncilor reflectă comportamentul agenților nebancari (intreprinderi, populație etc.) în materie de constituire şi retragere a depozitelor la termen şi a altor categorii de depozite constituite pe o perioadă de timp mai mare.

Din punct de vedere al deponenților, operațiunile respective înseamnă, de fapt, investiții financiare (plasamente) ale economiilor lor. Ca urmare, aceste operațiuni au un dublu efect. Pe de o parte, ele determină resorbția din circulație a unei anumite cantități de monedă şi transformarea acesteia în active financiare nemonetare (depozite la termen etc.), iar pe de altă parte, antrenează creşterea volumului resurselor aflate la dispoziția băncilor şi, deci, creşterea potențialului lor de creditare.

Tot aşa, noile credite pe care băncile le acordă pe baza acestui potențial de creditare sporit au un dublu efect. Pe de o parte, aceste credite determină întoarcerea în circulație a monedei anterior retrase (ceea ce apare însă ca o nouă creație de monedă din partea băncilor), iar pe de altă parte, creditele respective determină redistribuirea economiilor de la un client la altul, constituind, deci, un act de intermediere financiară.

Băncile pot acorda însă credite clienților lor şi pe baza „monedei primare" procurate de la banca centrală, ceea ce ar trebui să constituie o creație „netă" de monedă.

Problema este că nu există nici o metodă de departajare a operațiunilor de emisiune monetară cu caracter de intermediere financiară de operațiunile care echivalează cu o creație monetară „netă". Aceasta, deoarece activele şi pasivele băncilor se depersonalizează în bilanțul lor, astfel încât fiecare post de activ poate fi pus în legătură cu oricare post de pasiv — şi invers. Ca urmare, orice credit sau plasament efectuat de o bancă poate fi „acoperit" (finanțat) prin toate resursele băncii respective, ceea ce face ca delimitările de genul celor menționate să fie imposibile.

Problema este şi mai mult complicată de faptul că, în măsura în care se încadrează în cererea de monedă, nici chiar crearea de „monedă primară" de către banca centrală nu constituie creație monetară „netă", ci înseamnă — la fel

cum se petrec lucrurile în cazul băncilor comerciale — reactivare a „monedei primare" resorbite anterior de la băncile comerciale.

Rezultă că, în măsura în care dinamica ofertei de monedă este în concordanță cu evoluția cererii de monedă, toate fluxurile generate de procesul de formare a ofertei de monedă sunt în acelaşi timp fluxuri de intermediere finaciară. Însă, în măsura în care oferta de monedă creşte mai repede decât cererea de monedă, procesul de formare a ofertei de monedă generează şi fluxuri care nu au caracter de intermediere financiară, fiind, deci, fluxuri de emisiune monetară „netă".

Rezultă că problema identificării canalelor de creație monetară „netă", care nu reflectă, deci, procese de intermediere financiară, se pune, de fapt, doar în cazurile în care rata de creştere a masei monetare depăşeşte ritmul de creştere a cererii de monedă. În aceste cazuri, se vădeşte utilitatea metodei tehnice de analiză a ofertei de monedă, care permite ca, valorificând informațiile de bună calitate existente în bilanțurile băncilor, să se înțeleagă cauzele care provoacă variațiile indezirabile observate ale ofertei de monedă şi mecanismul lor de acțiune.

De asemenea, metoda amintită permite cunoaşterea categoriilor de agenți economici (sectoarelor) responsabile de acest fenomen, precum şi a modului în care aceştia(stea) sunt implicați(te), ceea ce este esențial pentru conceperea şi aplicarea unei politici monetare eficace.

Cu toate acestea, este practic imposibil să se determine în mod exact măsura în care o tranzacție dată, efectuată de o anumită categorie de agenți economici, provoacă o modificare de un fel sau altul a ofertei de monedă. De asemenea, este imposibil, practic, să se precizeze legătura care există între diverse căi de creare a monedei, respectiv natura fiecărei căi în parte: măsura în care aceasta constituie creație monetară „netă", ori intermediere financiară.

Pentru a putea îndeplini asemenea sarcini cognitive, ar fi necesar un volum de informații atât de mare, încât, în mod practic, acestea nu ar putea fi obținute sau manipulate. De aceea, analiza procesului de formare a ofertei de monedă se limitează, de regulă, la analiza macroeconomică a variațiilor masei monetare, recurgând la o analiză microeconomică mai detaliată doar în ceea ce priveşte influența pe care o exercită asupra acestui proces acțiunea directă a băncii centrale şi comportamentul băncilor comerciale şi asimilatelor acestora.

De asemenea, această analiză face abstracție de problema –interesantă totuşi din punct de vedere teoretic — măsurii în care o anumită tranzacție

bancară, privită izolat, constituie creare de monedă nouă sau transfer al monedei deja existente de la un agent economic la altul, adică intermediere financiară.

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

VI. CREAREA LIBERĂ DE MONEDĂ (*FREE BANKING*)

Instituționalizarea procesului de formare a ofertei de monedă în modalitatea actuală, caracterizată de existența unui sistem bancar cu două niveluri, controlat de banca centrală, reflectă neîncrederea în capacitatea pieții de a asigura desfășurarea rațională a procesului de alimentare cu monedă a economiei. Această concepție este dominantă în prezent în lume, fiind una din formele de manifestare ale etatismului care a marcat gândirea și practica economică din ultimul secol și jumătate.

Supoziția pe care se bazează această concepție este că toate sistemele monetare care au existat înainte de apariția instituției băncii centrale au fost nefuncționale sau au produs o monedă de slabă calitate. Or, nu este deloc așa, iar istoria monetară oferă numeroase exemple, care arată că monedele „private" au funcționat foarte bine[1]. De fapt, se constată că cele mai mari crize economice (inflație, deflație, șomaj etc.) au avut loc după crearea băncilor centrale. De aceea, acestea din urmă nu pot fi considerate ca fiind factori de stabilitate monetară și economică[2].

De altfel, nici apariția monedei ca atare nu este o invenție a statului, ci un rezultat spontan al dezvoltării schimbului. După cum am arătat în cap. II, intervenția statului în domeniul monetar s-a produs târziu (sec. VIII î. Ch.), fiind motivată nu atât de dorința de a ameliora funcționarea economiei, cât de nevoia de a colecta resurse la dispoziția stăpânitorilor. De fapt, primele monede „statale" au fost frauduloase, deoarece aveau înscrisă o valoare „oficială" mult mai mare decât cea reală (senioraj), ceea ce a dus la primele crize economice cunoscute în istorie[3].

---

[1] — Dowd K., *The Experience of Free Banking*, Routledge, London, 1992.

[2] — Nechita R., *Libertarienii și moneda*, 22, 204, 2006, p.7.

[3] — Se consideră că cea dintâi criză monetară consemnată în istorie este cea din timpul domniei lui Caracalla, în sec. III d. Ch. (Apud: Dumitrescu Ș., *Tratat de monetă*, ed. cit., p. 175).

În prezent, din cauza predominanței paradigmei băncii centrale, este dificil de imaginat situația care a existat înainte de apariția acestei instituții şi de impunerea monedei sale ca monedă națională unică. Cu toate acestea, în majoritatea țărilor, edificarea actualului sistem de creare a monedei, bazat pe existența unui sistem bancar cu două niveluri, s-a produs abia în sec. XIX. Anterior acestei epoci, în toate țările dezvoltate din acea vreme, existau un număr mai mare sau mai mic de bănci, care emiteau fiecare propriile lor bancnote de forme şi valori diferite. Bancnotele emise de diverse bănci circulau pe întreg teritoriul statului respectiv, iar cele mai răspândite şi mai cunoscute erau primite în plată şi în afara frontierelor. Deoarece, în acea epocă, bancnotele erau convertibile în aur, ele se puteau preschimba una pe alta.

Sistemul de alimentare cu monedă a economiei bazat pe monede concurente, care a existat înainte de crearea băncilor centrale, este cunoscut sub denumirea de „activitate bancară liberă" (*Free Banking*).

Noțiunea de „activitate bancară liberă" (*Free Banking*) este antiteza conceptului de „bancă centrală" (*Central Banking*). Într-adevăr, în primul caz, băncile sunt absolut libere să emită monedă, cu singura condiție să găsească clienți dispuşi să utilizeze moneda respectivă. În cazul al doilea, puterea de a emite monedă — cel puțin de tipul recunoscut în mod oficial — aparține exclusiv băncii centrale.

Problema care se pune este cea opțiunii pentru o formulă sau cealaltă. Şi este uşor de înțeles că subiectul este cât se poate de important şi că acesta a preocupat în toate timpurile numeroşi economişti. Tema a redevenit actuală în contextul diverselor proiecte de creare a unor uniuni monetare şi al reformării instituțiilor monetare mondiale.

1. Controverse cu privire la controlul băncii centrale

Principalele argumente în favoarea sistemului bazat pe banca centrală sunt următoarele:

1) producerea monedei presupune un monopol natural, care trebuie încredințat statului;

2) băncile comerciale se confruntă în permanență cu riscul lipsei de lichiditate, ceea ce necesită un finanțator de ultimă instanță;

3) piața singură nu poate face față fenomenelor de panică bancară.

Primul argument amintit este invocat adesea pentru a justifica faptul că producerea monedei este încredințată unei instituții publice, pe când celelalte două sunt folosite în principal pentru a explica rolul stabilizator al băncii centrale.

1.1. Monopolul natural implicat de producerea monedei

Conform teoriei economice, monopolul natural apare în situația în care costurile marginale de producție sunt descrescătoare în raport cu volumul producției.

Prin definiție, *costul marginal este costul ultimei unități produse sau, ceea ce revine însă la același lucru, variația costului total provocată de producerea ultimei unități.*

Consecința scăderii continue a costului marginal este că nu poate exista decât un singur producător. Într-adevăr, dacă ar exista mai mulți producători, fiecare ar produce o cantitate de bunuri mai mică decât cea care ar fi produsă de un singur producător. Or, deoarece costul este descrescător în raport cu cantitatea de bunuri produse, iar pe o piață concurențială maximizarea profitului presupune ca prețul să fie egal cu costul marginal, fiecare intreprindere aflată în concurență cu celelalte ar produce la un preț mai mare decât prețul de monopol. În acest caz, varianta concurențială de organizare a activității economice echivalează, așadar, cu o risipă de resurse, în sensul că factorii de producție nu sunt utilizați în mod optim.

Conceptul de „monopol natural" desemnează, deci, situațiile în care, din cauza comportamentului costului, concurența este nerațională. Acest concept este însă criticat în literatură, deoarece se bazează pe o noțiune de „cost" extrem de restrictivă, care nu cuprinde decât costurile tehnologice. De asemenea, noțiunea de „concurență" este definită aici într-un mod limitativ, în funcție exclusiv de criteriul numărului de intreprinderi. Oricum, în analiza ofertei de monedă, conceptul de „monopol natural" este utilizat pentru a justifica ideea înzestrării băncii centrale cu privilegiul emisiunii.

Această abordare a procesului de creare a monedei se bazează pe două idei, şi anume:

a) caracterul exclusiv tehnic al costurilor de producere a monedei;

b) economiile de scară (de amploare) care se obţin în procesul de gestionare a rezervelor.

1.1.1. Costurile de producere a monedei

Prima abordare reflectă o concepţie restrictivă cu privire la costurile de producere a monedei, în sensul că acestea sunt tratate exclusiv drept costuri tehnice (cheltuielile de tipărire a bancnotelor, cheltuielile de gestionare a conturilor de depozite etc.). În aceste condiţii, principala componentă a costurilor totale este reprezentată de costurile fixe (amortizarea utilajelor etc.), ceea ce face ca, într-adevăr, costurile marginale să fie descrescătoare. Pornind de aici, se susţine apoi că, din punct de vedere economic, regimul de monopol asupra procesului de alimentare cu monedă a economiei este mai avantajos decât un regim pluralist şi concurent.

Privită prin prisma costurilor tehnice de fabricaţie, crearea monedei învederează, aşadar, o situaţie de „monopol natural" şi se ştie că, în general, în cazul unui monopol natural, dintr-o pluralitate de motive, este mai bine ca acesta să revină statului, nu unui particular.

În realitate, pe lângă amintitele costuri tehnice, producţia de monedă presupune şi ceea ce s-ar putea numi „costuri de credibilitate".

Astfel, „costurile de credibilitate" sunt cât se poate de vizibile în cazul băncilor comerciale, care emit monede private, concurente una cu alta, deoarece fiecare bancă încearcă să convingă publicul să utilizeze propria sa monedă, nu monedele adversarelor. Or, pentru aceasta, băncile sunt nevoite să îmbunătăţească tot timpul „calitatea" monedei pe care o oferă pieţei, ceea ce înseamnă, practic, reducerea costurilor de informare şi a costurilor de tranzacţionare implicate de folosirea produsului bancar respectiv.

Factorul „calitate" este, aşadar, cel care explică acceptarea monedei „private" ca mijloc de schimb. Această recunoaştere socială depinde, la rândul său, de evoluţia puterii de cumpărare a monedei. Însă, puterea de cumpărare este cunoscută numai *ex post*, adică numai după ce moneda respectivă s-a

schimbat deja pe o anumită marfă. Utilizatorul monedei este supus, deci, incertitudinii, ceea ce îl poate determina să fie circumspect.

Rezultă că viabilitatea unui sistem de producere a monedei lipsit de bancă centrală se bazează pe încrederea care există între indivizi. Băncile obişnuite trebuie să acţioneze astfel încât această încredere să fie cât mai mare şi să se menţină cât mai mult timp posibil.

Costurile de producere a monedei cuprind, aşadar, pe lângă costurile tehnice de fabricaţie, costurile de câştigare a încrederii. Iar aşa cum costurile tehnice sunt legate de utilizarea unui anumit capital material şi uman, costurile de câştigare şi păstrare a încrederii ţin de un anumit capital de imagine.

Încrederea este aşteptarea care se naşte în sânul unei comunităţi umane cu comportament regulat, onest, înclinată spre cooperare, întemeiată pe norme comune, din partea altor membrii ai comunităţii[1].

În cazul particular al încrederii într-o anumită monedă, această aşteptare este rezultatul acţiunii combinate a doi factori principali. În primul rând, încrederea în monedă este legată de contractul dintre bancă şi client, care precizează obligaţiile ce revin băncii în ceea ce priveşte calitatea produsului bancar oferit, precum şi garanţiile de care clientul se bucură (în principal, angajamentul băncii de a restitui, la cerere şi fără nici o cheltuială, depozitul; garanţiile sunt constituite de dreptul comercial şi de capitalul băncii). În al doilea rând, încrederea în monedă este un capital social, pentru a cărui constituire banca trebuie să investească. Investiţia în „credibilitate" constă în eforturile făcute de bancă în cursul timpului pentru a putea oricînd dovedi că, în trecut, contractele sale au fost respectate şi că tot aşa vor fi şi în viitor.

Gestionarea credibilităţii este, deci, o investiţie într-un bun necorporal, aflat în proprietatea băncii, care îi permite să se diferenţieze de băncile concurente. După cum arată J. Centi, există un drept de proprietate privată asupra creării monedei[2]. Or, acestă idee este esenţială, deoarece, prin aplicarea „teoremei lui Coase"[3], permite rezolvarea problemei externalităţilor, pe care am menţionat-o în cap. IV, § 2.1.4 *supra*.

---

[1] — Fukuiama F., *Încredere. Virtuţile sociale şi crearea prosperităţii*, Editura Antet XX Press, Filipeştii de Târg, Prahova, f.a., p.17.

[2] — Centi J., *Integration Europeene et Concurrence des Monnaies*, Economica, Paris, 1984.

[3] — Această teoremă economică a fost enunţată de economistul englez R. Coase, în articolul său, *The Problem of Social Cost*, apărut în 1960. (Journal of Law and Economics, October, 1960).

Într-adevăr, *„teorema lui Coase" spune că într-o lume fără costuri de tranzacționare, repartizarea drepturilor de proprietate se face de la sine în mod optim, prin jocul schimburilor și al negocierilor pe care le efectuează agenții economci, iar aceasta indiferent de repartizarea inițială a drepturilor respective.*

Implicația acestei teoreme este că intervenția statului poate fi justificată, însă numai cu următoarele două condiții:

1) costurile de tranzacționare generate de reglementarea respectivă să fie mai mici decât costurile de tranzacționare generate de alte soluții, care nu implică intervenția statului;

2) acțiunea statului să producă beneficii mai mari decât costurile de tranzacționare, fără ca intervenția statului să provoace o pierdere netă.

În ceea ce privește evoluția costurilor credibilității, nu există nici un motiv să se presupună că acestea sunt decrescătoare. Dimpotivă, concurența dintre băncile private face ca acestea să încerce să sporească garanțiile pe care le oferă utilizatorilor fiecărui tip de monedă, ceea ce implică creșterea investițiilor în capital de încredere. Un exemplu concret de asemenea investiții este reprezentat de cheltuielie pentru angajarea unui auditor extern prestigios, care să certifice situația financiară bună a băncii, astfel încât să sporească încrederea publicului în banca respectivă.

Varianta de organizare a aprovizionării cu monedă a economiei în care monopolul respectiv revine băncii centrale presupune că, spre deosebire de băncile private, aceasta nu trebuie să investească în capital de imagine. Căci, statul și încrederea sunt unul și același lucru: fără forța statului, la care să se poată recurge în ultimă instanță, nici o încredere în perpetuarea ordinii de drept nu poate exista.

Trebuie totuși spus că, în anumite împrejurări, încrederea în stat însuși și în instituțiile sale poate fi foarte redusă. Un exemplu elocvent în acest sens este situația în care moneda unei țări se depreciază, deoarece cererea manifestată pe piața internațională față de moneda respectivă se reduce. Acest proces are numeroase cauze, însă una dintre cele mai frecvente este pierderea încrederii investitorilor internaționali în guvernul acelei țări și în politica sa economică. Or, în caz că o asemenea evoluție a cursului de schimb este considerată indezirabilă de către autorități, acestea trebuie să încerce să o contracareze, intervenind pe piață prin operațiuni care întotdeauna sunt costisitoare. Rezultă

că nici banca centrală nu este scutită de nevoia de a suporta costuri de imagine şi că, în anumite condiţii, aceste costuri pot fi chiar foarte mari[1].

1.1.2. Costurile de constituire a rezervelor

Un alt tip de costuri care trebuie luat în considerare în materie de creare a monedei este reprezentat de costurile de constituire şi de gestionare a rezervelor. Într-adevăr, deţinerea de rezerve implică un anumit cost pentru bănci, deoarece constituie imobilizări de resurse în formă lichidă.

Costul aferent rezervelor este, de fapt, un „cost al opţiunii" (*oportunity cost*), deoarece corespunde dobânzii pe care banca ar fi obţinut-o prin utilizarea în alt mod a fondurilor respective.

După cum am arătat în paragrafele precedente, rezervele băncilor comerciale sunt constituite în prezent sub două forme:

1) disponibilităţi în contul deschis la banca centrală;

2) numerar în casieria proprie.

Din punct de vedere legal, aceste rezerve au două componente:

a) rezervele obligatorii;

b) rezervele facultative.

Rezervele facultative conţin, la rândul lor, două componente:

— o componentă care satisface necesităţile de lichidităţi ale băncii pentru a face faţă obligaţiilor sale obişnuite de compensare interbancară şi de restituire de numerar;

— o componentă „de precauţie", care permite băncii să se protejeze împotriva riscului de a aprecia greşit necesităţile sale viitoare de lichidităţi.

Volumul optim al rezervelor este guvernat de *„teorema lui Edgeworth", care spune că nivelul rezervelor evoluează în funcţie de rădăcina pătrată extrasă din mărimea care exprimă volumul fondurilor vehiculate în timpul procesului de compensare.*[2]

Consecinţa acestei teoreme este că o bancă mai mare are un avantaj competitiv în raport cu o bancă mai mică, deoarece costurile suportate în procesul de compensare nu cresc proporţional cu volumul depozitelor. După

---

[1] — Cerna S., *Teoria anticipaţiilor raţionale şi credibilitatea politicii monetare*, ed. cit., p. 48-56.

[2] — Edgeworth F., *The Mathematical Theory of Banking*, Journal of Royal Association, 51, March, 1888, p. 113-127.

cum arată D. Laidler, şi în materie de gestionare a rezervelor se manifestă economii de scară, iar aceasta stimulează băncile să încerce să fuzioneze până la a forma o singură instituție[1].

Cu toate acestea, „teorema lui Edgeworth" nu constituie un argument decisiv în favoarea tezei monopolului natural, ce trebuie atribuit, în mod firesc, băncii centrale. Această teoremă arată mai degrabă că, pentru a-şi minimza costurile de constituire a rezervelor, o bancă oarecare trebuie să depăşească un anumit prag critic în ceea ce priveşte talia sa. Însă, aceasta nu înseamnă că nu există anumite limite ale concentrării bancare. În mod rațional, o bancă unică nu poate exista decât în cazul absolut nerealist în care economiile de scară realizate în gestionarea rezervelor sunt mai mari decât costurile legate de creşterea dimensiunii băncii. Ca urmare, în mod practic, o bancă unică sau aproape unică nu a existat decât în economia comunistă, în care criteriul costurilor a avut, în general, un rol secundar în adoptarea deciziilor economice.

Concluzia care se desprinde din cele arătate este că monopolul ofertei de monedă nu se justifică nici prin prisma costurilor de producere a monedei şi nici din punct de vedere al economiilor de scară realizate în gestionarea rezervelor.

1.2. Instabilitatea sistemului bancar

Un alt argument invocat adesea în favoarea controlului exercitat de banca centrală este fragilitatea şi instabilitatea sistemului bancar. Conform acestei abordări, instabilitatea inerentă sistemului bancar comercial impune controlul său de către banca centrală, care trebuie să îndeplinească o funcție de reglementare şi de refinanțare a băncilor de rangul doi, care s-ar afla, eventual, în situația de a nu putea face față — cu rezervele şi activele lor obişnuite — unor mari cereri de retragere a depozitelor. Căci, dacă banca centrală nu îşi asumă acest rol, clienții pot suferi importante pierderi în urma nerecuperării integrale a depozitelor. Astfel, funcția de creditor de ultimă instanță a băncii centrale apare ca un mijloc de garantare a lichidității şi solvabilității sistemice. Această funcție poate fi completată prin rolul băncii centrale de autoritate de elaborare şi aplicare a reglementărilor prudențiale.

---

[1] — Laidler D., *Free Banking: Theory*, în: Eatwell J., Milgate M., Newman P., (eds.), *The New Palgrave: Dictionary in Money and Finance*, MacMillan, London, 1992, p.196-197.

Utilitatea regulilor prudențiale este însă discutabilă, deoarece însăşi banca centrală se confruntă aici cu o problemă de informare asimetrică. Într-adevăr, banca centrală nu dispune de toate informațiile necesare pentru a stabili dacă o bancă comercială este insovabilă sau dacă are doar probleme de lipsă temporară de lichiditate, iar, ca urmare, nu are altă soluție decât fie să ajute toate băncile, fie să nu ajute nici una. Din această cauză, existența funcției de creditor de ultimă instanță apare ca nejustificată

Cu toate acestea, este neîndoios faptul că stabilitatea sistemului bancar trebuie asigurată mai presus de orice altceva. De aici, ideea de a crea organisme de supraveghere separate de banca centrală, care să impună băncilor comerciale reguli prudențiale riguroase. La ora actuală, regulile prudențiale cele mai cunoscute pe plan european sunt cele definite prin „Acordul Basel II"[1].

O altă abordare este cea a şcolii de gândire numită „noua economie financiară", care pune în cauză raționea existenței băncilor în calitate de intermediari financiari, nu de centre creatoare de monedă.

O primă orientare în cadrul acestei şcoli de gândire este cea a economiştilor americani J. Gurley şi E. Shaw[2], care consideră că funcția de intermediar financiar a băncilor este justificată de imperfecțiunile pieței financiare. Într-adevăr, în cazul procesului de finanțare directă, debitorii plasează titluri primare la creditori prin operațiunile bilaterale pe care le efectuează pe piața financiară (bursă). Însă, acest procedeu este limitat de o serie de factori, ceea ce face necesar recursul la finanțarea indirectă, care permite armonizarea preferințelor indivizilor în materie de structură a patrimoniului. În acest al doilea caz, intermediarii financiari cumpără titluri primare, le transformă în propriile lor titluri, iar apoi plasează aceste titluri proprii la creditori. În modul acesta, orice intermediar financiar, fie acesta bancă sau alt tip de instituție, internalizează costurile implicate de procesul de intermediere financiară, ceea ce justifică socialmente existența acestei categorii de agenți economici.

A doua orientare porneşte de la analiza consecințelor insuficienței informațiilor referitoare la creditori şi debitori. După cum subliniază E. Fama[3], tranzacțiilor financiare le este inerentă informarea asimetrică, deoarece, prin

---

[1] — *„Acordul Basel II"* constituie o nouă etapă în dezvoltarea reglementării prudențiale, care, comparativ cu *„Acordul Basel I"*, permite o analiză mai largă şi mai precisă a riscurilor bancare.

[2] — Gurley J. G., Shaw E. S., *Money in a Theory of Finance*, ed. cit.

[3] — Fama E., *Banking in a Theory of Finance*, Journal of Monetary Economics, 6, 1, 1980, p. 39-57.

natura lor, preţurile (cursurile) activelor financiare nu reflectă toate informaţiile necesare participanţilor la piaţă. Incertitudinea este mai mare în cazul creditorului, care, în mod obiectiv, nu poate cunoaşte în mod absolut sigur viitoarea atitudine a debitorului. Or, această asimetrie informaţională îi determină pe indivizi să încerce fie să beneficieze de ea (comportamente oportuniste), fie să îi limiteze efectele negative (comportamente prudente).

Principalele explicaţii ale acestor reacţii sunt constituite de teoria delegării (*Agency Theory*) şi de teoria semnalelor.

a) Teoria delegării (*Agency Theory*) are ca obiect relaţiile care apar atunci când un individ (intreprindere) încredinţează total sau parţial gestionarea intereselor sale unei alte persoane[1]. Din punct de vedere juridic, aceste relaţii îmbracă uneori forma contractuluit de mandat, însă relaţiile de acest gen nu presupun neaparat semnarea unui act juridic între cele două părţi[2].

În cazul particular al relaţiei dintre creditor şi debitor, se practică totuşi forma contractuală, care este impusă tocmai de amintita asimetrie a informaţiilor. Conţinutul contractului de credit este însă diferit de cel al contractului de mandat, lucru care se explică perfect prin amintita teorie a delegării. Asfel, creditorul încredinţează averea sa debitorului, ceea ce permite reducerea costurilor de tranzacţionare, însă are nevoie de un mecanism de supraveghere a celui pe mâna căruia îşi dă averea. Şi se poate uşor demonstra că clauzele contractului de credit sunt în aşa fel concepute încât să satisfacă această cerinţă.

b) Teoria semnalelor explicitează mijloacele de care dispune delegatul (agentul) pentru a se diferenţia de alţi reprezentanţi, în particular de *„lemons"*, în sensul lui G. Akerlof, adică operatori de rea credinţă[3].

În acest context, E. Fama afirmă, în lucrarea citată, că băncile au un rol special în economie şi societate, deoarece produc informaţii. Într-adevăr, bancile au un avantaj comparativ cu alţi participanţi la viaţa economică în ceea ce priveşte colectarea de informaţii şi supravegherea debitorilor: aceştia din urmă sunt interesaţi ei înşişi să se facă cunoscuţi de către bănci, nu să rămână într-o

[1] — Milgrom P., Roberts J., *Economics, Organization and Management*, London: Prentice-Hall, 1992.

[2] — În terminologia anglo-saxonă, mandantul este numit „principal", iar mandatarul se numeşte „agent", de unde denumirea teoriei.

[3] — Akerlof G., *The Markets for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mecanism*, Quarterly Journal of Economics, 84, 1970, p. 488-500.

zonă gri, în care pot fi confundați cu agenții economici dubioşi. Ca urmare, băncile pot finanța inclusiv proiecte de genul celor ce nu ar fi acceptate de creditorii individuali. Altfel spus, băncile îndeplinesc rolul de agent de supraveghere a debitorilor, în sensul teoriei delegării (*Agency Theory*).

Însă, procedând în modul acesta, creditorul nu rezolvă complet problema asimetriei informaționale cu care se confruntă, deoarece se găseşte acum în fața unei bănci a cărei capacitate şi voință de a îndeplini amintita misiune iarăşi nu o poate evalua. Soluția prescrisă de reprezentanții a ceea ce se numeşte „noua economie financiară" este ca deținătorii de fonduri să le încredințeze unei bănci al cărui pasiv este diferențiat şi care, de aceea, permite reducerea riscului global.

O altă contribuție importantă a acestei şcoli de gândire este luarea în considerare a asimetriei informaționale care există în relațiile dintre bancă şi deponent în ceea ce priveşte riscul de restituire. Într-adevăr, nici banca, în ceea ce o priveşte, nu cunoaşte intențiile deponenților, iar, ca urmare, se poate confrunta şi ea cu o problemă de lichiditate. La rândul lor, indivizii au întotdeauna o anumită preferință pentru lichiditate, ceea ce poate declanşa panică bancară şi genera instabilitate sistemică.

Rațiunea existenței băncilor rezidă, aşadar, în faptul că prestează deponenților un serviciu de asigurare a lichidității pe care piața financiară nu îl oferă. În calitatea lor de participanți la piața financiară, indivizii dețin active financiare mai puțin lichide, pe care nu le pot utiliza pentru finanțarea cheltuielilor lor de consum decât în momentul în care titlurile respective ajung la scadență. Lichiditatea imperfectă a activelor financiare este cea care explică, deci, constituirea de depozite la bănci, iar aceasta, deoarece piața financiară singură nu permite armonizarea lichidității mai scăzute a titlurilor cu cererea de lichidități perfecte a deponenților. Or, prin transformarea titlurilor existente în propriile lor titluri, intermediarii financiari, în general, şi băncile, în special, modifică trăsăturile de disponibilitate (lichiditate) ale activelor. Ca urmare a lichidității ridicate a depozitelor lor bancare, agenții economici îşi pot eşalona în timp cheltuielile şi pot oricând modifica această eşalonare.

În concluzie, prin prisma a cee ce se numeşte „noua teorie financiară", o bancă prestează două genuri de servicii.

În primul rând, ea facilitează tranzacțiile de toate felurile printr-un sistem de decontare fără numerar, care asigură transferul fondurilor de la un deținător

la altul. Acest gen de servicii nu incumbă, deci, nici un fel de risc financiar pentru bancă.

În al doilea rând, banca preschimbă în monedă depozitele sau orice alte tipuri de active. Acest al doilea gen de servicii sunt, deci, servicii de gestionare a portofoliului. În această din urmă activitate, banca se confruntă cu două riscuri:

1) riscul de lipsă de lichidități — provocat de o cerere masivă de restituiri de depozite, căreia banca îi poate face față prin vânzarea activelor sale financiare;

2) riscul de insolvabilitate — provocat de imposibilitatea restituirii integrale a depozitelor la valoarea lor nominală.

Cererile de retragere masive sunt declanşate de lipsa de încredere a deponenților, indiferent dacă aceasta este sau nu justificată, ori dacă este determinată de examinarea riguroasă a situației financiare a băncii, de simplul zvon public sau de „isteria colectivă"[1].

Lichiditatea unei bănci se apreciază prin prisma rezervelor pe care le deține, precum şi prin capacitatea sa de a contracta împrumuturi şi de a revinde titlurile pe care le deține în portofoliu. Or, operațiunile masive de acest gen pot provoca ele însele scăderea cursurilor titlurilor şi, deci, pot produce pierderi masive pentru bancă, ceea ce face ca, pentru clienți, riscul nerecuperării depozitelor să se mențină.

Pe de altă parte, reducerea volumului rezervelor şi al celorlalte active lichide şi cvasilichide determină contracția generală a masei monetare şi a creditului, ceea ce sporeşte şi mai mult posibilitatea izbucnirii crizei. Iar dacă criza izbucneşte, aceasta se întâmplă deoarece clienții sau o parte dintre ei decid să modifice rapid forma în care îşi dețin averile, afectând, prin aceasta, inclusiv băncile solvabile.

O cerere mare de restituiri de depozite poate afecta o singură bancă sau toate băncile, însă mărimea riscului sistemic nu este aceiaşi în cele două cazuri. Forma cea mai gravă este panica bancară, când publicul asaltează ghişeele băncilor pentru a solicita în masă restituirea imediată a sumelor depuse, ceea ce pune în pericol întregul sistem bancar.

Problematica fenomenelui de panică bancară constituie actualmenete obiectul a numeroase cercetări, care au în vedere atât cazul unui sistem bancar

[1] — Kindleberger C., *Mania, Panics and Crasch: A History of Financial Crisis*, Basic Books, New York, 1989.

BCU "LUCIAN BLAGA" CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

cu bancă centrală, cât şi cazul activităţii bancare libere (*Free Banking*). Obiectivul acestor cercetări este găsirea mijloacelor de asigurare a stabilităţii sistemului bancar şi financiar[1].

În mod concret, se pun două probleme:

1) cunoaşterea cauzelor pierderii încrederii deponenţilor şi declanşării panicii;

2) identificarea modalităţilor prin care băncile, care sunt organizaţii structural vulnerabile la orice cerere importantă şi neanticipată de lichidităţi, se pot proteja împotriva acestui risc.

1.3. Panica bancară

În literatură, există trei teorii cu privire la fenomenul de panică bancară:

1) teoria „baloanelor speculative";

2) teoria informării incomplete;

3) teoria reglementativă.

Primele două teorii constituie aplicaţii ale teoriei jocurilor. Teoria „baloanelor speculative" afirmă că panica este provocată de imitarea de către fiecare agent a comportamentului altora. Teoria informării incomplete susţine că panica îşi are originea în insuficienta informare a publicului cu privire la comportamentul băncilor. Teoria reglementativă adoptă un demers istoric, sugerând că panica este provocată de efectele perverse ale controlului excesiv.

1.3.1. Teoria „baloanelor speculative"

Teoria „baloanelor speculative" a fost elaborată iniţial pentru cazul bursei[2]. Această teorie poate fi aplicată însă şi la analiza comportamentele caracteristice deponenţilor şi, deci, a modului în care aceste reacţii declanşează fenomenul de panică bancară.

Ideea principală a acestei teorii este că indivizii nu au în vedere ceea ce profesioniştii numesc „fundamentalele", adică principalele variabile economice

---

[1] — Cerna S., ş.a., *Stabilitatea financiară*, ed. cit., p. 11.

[2] — Diba B., Grossman H., *The Theory of Rational Bubbles in Stock Prices*, The Economic Journal, 98, September, 1988, p. 746-754; Evans G., *The Fragility of Sunspots and Bubbles*, Journal of Monetary Economics, 23, 2, March, 1989, p. 297-318.

explicative şi evoluţiile parametrilor care exprimă conjunctura, ci ţin seama exclusiv de comportamentele şi opiniile altor agenţi economici. Cu alte cuvinte, oamenii nu iau în considerare informaţia ca atare, ci doar interpretarea acesteia de către protagoniştii care contează.

În acest cadru, o serie de autori, cum ar fi, C. Aziaridis[1], D. Waldo[2], F. Marini[3] etc., au dezvoltat conceptul de „profeţie care se autorealizează" (*Self Fulfilling Prophecies*). Acest concept se bazează, la rândul său, pe noţiunea de „furtună solară".

Expresia „furtună solară" este utilizată pentru a desemna un fenomen care, din punct de vedere economic, nu este oligatoriu să aibă loc, dar care este susceptibil să producă îngrijorare tuturor agenţilor economici sau a unora dintre ei.

Premisa de la care pleacă autorii citaţi este că anticipaţiile deponenţilor sunt raţionale, în sensul conferit acestui termen de teoria anticipaţiilor raţionale, adică sunt predicţii informate cu privire la evenimentele viitoare[4]. În aceste condiţii, dacă fiecare dintre deponenţi decide să ceară restituirea depozitului său doar pentru că presupune că există o relaţie între, pe de o parte, apariţia unui fenomen de tip „furtună solară" şi declanşarea panicii, iar pe de altă parte, între absenţa „furtuni solare" şi absenţa panicii, atunci presupunerea respectivă îl va face să adopte un comportament care realmente va determina într-un mod endogen naşterea relaţiilor respective. Rezultă că panica bancară este un mecanism de împlinire a anticipaţiilor raţionale.

Analiza de mai sus fost sintetizată astfel de către G. Gorton: „Tot ceea ce poate să determine anticiparea unei panici, va declanşa realmente această panică"[5].

Ideea este, aşadar, că „baloanele" nu sunt create sau legate în mod necesar de diverse zvonuri, manipulări, diversiuni, manii, isterii etc., cărora le sunt supuşi indivizii, ci pot apare şi din cauza unor atitudini prefect raţionale ale participanţilor la piaţă.

---

[1] — Aziaridis C., *Self Fulfilling Prophecies*, Journal of Economic Theory, 25, 3, 1981, p. 380-396.

[2] — Waldo D., *Bank Runs, The Deposit Currency Ratio and The Interest Rate*, Journal of Monetary Economics, 29, 3, June, 1985.

[3] — Marini F., *Les Fondements Micro-economiques du Concept de Panique Bancaire: Un Introduction*, Revue Economique, 43, 2, Mars, 1992, p. 301-326.

[4] — Cerna S., *Teoria anticipaţiilor raţionale şi credibilitatea politicii monetare*, ed. cit., p. 18-22.

[5] — Gorton G., *Banking Panics and Business Cycles*, Oxford Economic Papers, 40, 1988, p. 751-781.

Forța critică a acestei idei este considerabilă, deoarece ea poate fi folosită pentru deconstrucția legăturii dintre prețuri şi „fundamentale". Astfel, dacă „baloanele" pot exista şi fără existența unor fenomene de tip „furtună solară", înseamnă că raționalitatea anticipațiilor este una mimetică sau imitativă.

Conceptul de „raționalitate imitativă" există, într-adevăr, în ştiința economică modernă, însă este folosit în principal cu referire la bursele de valori şi de materii prime, precum şi pentru analiza comportamentului agenților economici în perioade de hiperinflație. În toate aceste cazuri, este vorba despre „baloane de prețuri". Conceptul de „raționalitate imitativă" poate fi utilizat şi în analiza fenomenului de panică bancară.

Inițiativa transpunerii acestor abordări la studiul fenomenului de panică bancară aparține lui D. Diamond şi P. Dybvig[1]. Aceşti autori au construit un model bazat pe teoria jocurilor, cu ajutorul căruia demonstrează că panica este provocată de informarea asimetrică a băncii. Într-adevăr, banca nu poate evalua veritabilele nevoi de lichidități ale clienților, deoarece acestea nu sunt legate de evoluția variabilelor economice. Mărimea cererii de restituiri de sume este o variabilă stohastică, iar, ca urmare, nu poate fi caracterizată printr-o mărime scalară, ci doar printr-o distribuție de probabilitate.

Pornind de la aceste rezultate, a fost elaborată o nouă categorie de modele, numite „modele cu transformarea lichidității". Modelele respective, împreună cu modelele de raționalizare a creditului şi modelele contractelor de credit, formează cele trei curente principale ale analizei moderne a instituțiilor financiare în condiții de informare imperfectă.

Modelele numite „modele cu transformarea lichidității", cum ar fi, de exemplu, cele construite de S. Bhattacharya şi D. Gale[2], L. Anderlini[3] etc., sunt variante îmbunătățite ale modelului Diamond-Dyving. Concluzia cercetărilor efectuate cu ajutorul acestor instrumente analitice este că, dacă apare un fenomen de tip „furtună solară", panica se poate produce chiar şi în cazul în care băncile evaluează corect riscurile.

---

[1] — Diamond D., Dybvig P., *Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity*, Journal of Political Economy, 91, 3, 1983, p. 401-419.

[2] — Bhattacharya S., Gale D., *Preference Shocks, Liquidity and Central Bank Policy*, în: Barnett W., Singleton K., (eds.), *New Approaches to Monetary Economics*, Cambridge University Press, 1987, p. 69-88.

[3] — Anderlini L., *Theoretical Modellig of Banks and Banks Runs*, în: Hahn F., (ed.), *The Economics of Missing Markets, Information and Games*, Clarendon Press, Oxford, 1989, p. 298-311.

La rândul lor, A. Postlewaite şi X. Vives[1] au analizat diverse tipuri de contracte care pot fi încheiate între bănci şi depunători, arătând că, indiferent de subtilităţile şi rafinamentele diverselor prevederi contractuale, este necesară o suprastructură bancară controlată de o bancă centrală cu rol de finanţator de ultimă instanţă.

Concluzia care se desprinde din cercetările menţionate este că cea mai bună soluţie de dezamorsare a riscului de panică bancară este existenţa unei bănci centrale, cu rol de finanţator de ultimă instanţă. În acest caz, agenţii economici ştiu cum funcţionează sistemul şi că, în caz de criză financiară, banca centrală are sarcina să furnizeze un volum suficient de lichidităţi băncilor comerciale, astfel încât acestea să onoreze întotdeauna toate cererile de restituire care le sunt adresate. Cu alte cuvinte, banca centrală îndeplineşte rolul unui „paratrăsnet", care permite traversarea „furtunilor".

Fără a intra în detalii cu privire la caracteristicile tehnice ale acestor modele, este interesant de remarcat că autorii lor încearcă să definească tipul de instituţii care pot preveni panica prin folosirea unui singur mijloc: funcţia de finanţator de ultimă instanţă. În plus, în toate aceste modele, se presupune că există o singură monedă.

Ca urmare, modelele respective nu pot reflecta mecanismele de stabilizare specifice sistemului bazat pe conceptul de „activitate bancară liberă" (*Free Banking*), care se caracterizează, după cum vom vedea, prin circulaţia mai multor monede aflate în competiţie una cu alta.

1.3.2. Teoria informării incomplete

Teoria informării incomplete explică panica bancară prin efectele pe care le are luarea în considerare a variabilelor economice care permit evaluarea calităţii activelor băncilor. De aceea, se mai numeşte şi „teoria «baloanelor informaţionale»".

Conform acestei teorii, panica bancară se produce în situaţiile în care deponenţii primesc un semnal care le sugerează că băncile ar putea fi insovabile. Deosebirea faţă de teoria anterioară este că factorul care declanşează anticipaţiile este un eveniment economic real, nu observarea comportamentului altor indivizi. De aceea, panica este considerată aici a fi una „raţională".

---

[1] — Postlewaite A., Vives X., *Bank Runs as an Equilibrium Phenomenon*, Journal of Political Economy, 95, 3, 1980, p.485-491.

VI. CREAREA LIBERĂ DE MONEDĂ (*FREE BANKING*)

Semnalul este perceput în mod raţional *ex ante*, ceea ce nu înseamnă că este neaparat corect *ex post*. Modelele bazate pe această ipoteză şi pe alte câteva de natură să reflecte mai bine realitatea (randamentul investiţiilor băncilor este considerat o variabilă aleatoare, nu o mărime dată, ca în modelele menţionate anterior; riscul de declanşare a panicii este legat de structura portofoliului, care, în modul acesta, devine ea însăşi o variabilă decizională ş.a.m.d.) arată că, de fapt, există două tipuri de asimetrie informaţională. Astfel, pe de o parte, băncile sunt informate insuficient cu privire la anticipaţiile deponenţilor, de natură să îi determine, eventual, să ceară restituirea depozitelor. Pe de altă parte, deponenţii sunt asimetric informaţi cu privire la calitatea activelor băncilor. Ca urmare, există două cauze posibile ale fenomenului de panică bancară produs de lipsa de informare:

1) constatarea unei gestionări necorespunzătoare a portofoliului de către bănci;

2) combinaţia nefastă între observarea evoluţiilor unor variabile economice şi comportamentul mimetic al indivizilor.

Modelele de referinţă pentru analiza efectelor gestionării necorespunzătoare a portofoliului sunt cele construite de V. Chari şi R. Jagannathan[1] şi, respectiv, de C. Jacklin şi S. Bhattacharya[2].

Una din concluziile majore ale acestui tip de analiză se referă la rolul pe care îl are garantarea depozitelor. Astfel, conform lucrărilor citate, existenţa unui mecanism de garantare a depozitelor permite evitarea panicii, deoarece elimină necesitatea ca deponenţii să încerce să obţină informaţii cu privire la calitatea activelor bancare.

Combinaţia între informarea asimetrică şi comportamentul mimetic apare deoarece există două categorii de indivizi. Prima categorie efectuează retrageri, deoarece consideră că randamentul activelor băncilor este redus, iar a doua, din cauză că observă că volumul retragerilor creşte. Există, deci, o acţiune conjugată a unui „balon" bazat pe asimetria informaţională şi a unui „balon" produs de comportamentul mimetic, ceea ce face ca chiar şi băncile sănătoase să poată fi afectate de panică.

---

[1] — Chari V., Jagannathan R., *Banking Panics, Information and Rational Expectations Equilibrium*, Journal of Finance, 63,3, July, 1988, p. 749-763.

[2] — Jacklin C., Bhattacharya S., *Distinguishing Panics and Information-based Bank Runs: Welfare and Policy Implications*, Journal of Political Economy, 96, 3, June, 1988, p. 568-592.

În aceste condiții, se poate spune că *panica bancară este un fenomen de „echilibru Nash" al anticipațiilor raționale*[1]. În speță, procesul este următorul: dacă mărimea agregată a retragerilor este ridicată, majoritatea deponenților anticipează că randamentul plasamentelor băncilor vor fi reduse, ceea ce face să crească şi mai mult volumul retragerilor.

Garantarea depozitelor înseamnă că banca propune o protecție suplimentară clienților săi prin aceea că participă la un mecanism care permite ca, în cazul falimentului său, deponenții să îşi recupereze total sau parțial depozitele. Şi, într-adevăr, în toate sistemele bancare contemporane, există organisme de garantare a depozitelor, al căror statut este, de regulă, cel al unei instituții publice. Diversele sisteme se deosebesc prin gradul de protecție, prin modul de finanțare, proprietatea asupra fondului de garantare (publică sau privată) etc., însă, în general, constituie complemente ale băncii centrale şi rolului său de finanțator de ultimă instanță.

Concluzia care se desprinde din teoria „baloanelor informaționale" este că existența unui finanțator de ultimă instanță şi, respectiv, a unui mecanism de garantare a depozitelor constituie factori stabilizatori ai sistemului (*financial safety nets*). Însă, cercetările menționate relativizează ele însele această concluzie. Asfel, cu ajutorul aceloraşi modele, G. Benston, R. Eisenbeis, P. Horvitz, E. Kane şi G. Kaufman[2] demonstrează că există un fenomen de „risc moral" (*moral hazard*), pledând pentru continuarea cercetărilor în acest domeniu.

Noțiunea de „risc moral" a fost creată de K. Arrow[3] şi dezvoltată apoi de numeroşi alți autori, care i-au precizat notele definitorii[4]. Atributul „moral" vine din faptul că cineva se angajează moralmente să urmeze o anumită linie de

---

[1] — „Echilibrul Nash" al anticipațiilor raționale este echilibrul unui joc non-cooperativ, în care fiecare participant îşi alege strategia în funcție de interesul său, iar strategiile celorlalți participanți le consideră ca fiind elemente date. Denumirea cea mai cunoscută a acestui tip de joc este „dilema prinzonierului".

[2] — Benston G., Eisenbeis R., Horvitz P., Kane E., Kaufman G., *Perspectives on Safe and Sound Banking*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 1986.

[3] — Arrow K., *Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care*, American Economic Review, 63, 1963, p.941-973.

[4] — După J. Laffont, de exemplu, „riscul moral este capacitatea unor agenți de a suporta riscurile prin acțiuni neobservate de cealaltă parte". (*Le Risqué Moral et la Relation de Mandat*, Revue Economique, 38, 1, 1987, p. 5-23).

conduită, iar noțiunea de „risc" exprimă probabilitatea apariției unei abateri de la linia de conduită respectivă.

În cazul discutat aici, „riscul moral" provine din faptul că băncile, care știu că, în situația că vor avea dificultăți de onorare a cererilor de restituire, finanțatorul de ultimă instanță sau organismul de garantare independent va „garanta" depozitele pe care le-au primit, sunt tentate să își reducă exigența în ceea ce privește calitatea plasamentelor pe care le fac.

Toate aceste considerațiuni conduc, deci, la concluzia că funcția de finanțator de ultimă instanță și mecanimul de garantare a depozitelor nu sunt lipsite de probleme.

O altă extensie a teoriei informării incomplete este justificarea apariției spontane a băncii centrale ca mijloc de combatere a „riscului sistemic". Conform acestui punct de vedere, exprimat, de exemplu de C. Goodhart[1], băncile doresc ele însele să desființeze libertatea pieței. Ele sunt conștiente de faptul că le este greu să difuzeze informații complete cu privire la activitatea lor și că această lipsă de informații poate declanșa o panică bancară. Ca urmare, băncile încearcă să organizeze piața pentru a evita asemenea situații. De exemplu, la inițiativa băncilor, organismele de gestionare a sistemelor de decontare (case de compensații, instituții de transfer de fonduri etc.) au fost înzestrate cu importante prerogative de reglementare (puterea de a exclude anumiți participanți, cerința unui nivel minimal de rezerve etc.).

Rezultă că sistemul de reglare bazat pe existența unui finanțator de ultimă instanță apare în mod spontan, ca răspuns la insuficiența informațiilor produse de piață. Iar acceptarea unui asemenea sistem revine la opțiunea pentru un sistem bancar cu două niveluri, având în vârf o bancă centrală, înzestrată cu funcția de finanțator de ultimă instanță. Apariția băncii centrale este determinată, așadar, în mod obiectiv, de informarea imperfectă.

Unii autori, ca, de exemplu, K. Dowd[2], contestă însă acest argument. Conform acestei din urmă poziții, firmele banacare trebuie să își rezolve problema de credibilitate pe care o au prin producerea și difuzarea de informații. Asimetria informațională care există între bănci și clienți poate fi, deci, corectată în mod voluntar de către bănci. Într-adevăr, băncile comerciale

---

[1] — Goodhart C., *Why Do Banks Need a Central Bank?*, Oxford Economic Papers, 39, 1, March, 1987, p. 75-89.

[2] — Dowd K., *The Experience of Free Banking*, ed.cit.

pot foarte bine să îşi informeze clienţii cu privire la strategiile lor de afaceri, tehnicile de management pe care le utilizează, rezultatele financiare pe care le obţin etc., la fel ca oricare altă intreprindere care urmăreşte să îşi promoveze vânzările sau să atragă noi investitori.

În concluzie, cercetările şi modelele menţionate mai sus pot fi considerate descrieri valabile ale mecanismelor prin care se produce fenomenul de panică bancară, însă nu demonstrează nici că existenţa unui finanţator de ultimă instanţă este soluţia ideală şi nici că regimul numit „activitate bancară liberă" (*Free Banking*) este incapabil să facă faţă fenomenului respectiv.

1.3.3. Teoria reglementativă

Conform teoriei reglementative, fenomenele de panică bancară sunt provocate de restricţiile aplicate de stat. Această teză este susţinută de adepţii principiului „activităţii bancare libere" (*Free Banking*), care recurg la analiza istorică pentru a arăta că libertatea bancară s-a restrâns pe măsură ce s-au amplificat restricţiile impuse de stat. Dintre autorii care împărtăşesc această teorie, îi amintim pe următorii: K. Dowd[1], G. Kaufman[2], G. Selgin şi L. White[3] etc.

Exemplul istoric de libertate bancară cel mai bine cunoscut este cazul Angliei şi Scoţiei în secolele XVII — XVIII. Într-adevăr, până la apariţia legii cunoscute sub denumirea de *„Act Peel"* (1844), care a reglemetat emisiunea de bancnote în conformitate cu principiile susţinute de *Currency School*, în ţările amintite existau numeroase bănci private, care emiteau bancnote convertibile în aur, identificabile prin numele băncii emitente. Reglementarea amintită (*Act Peel*) a desfinţat dreptul băncilor private de a emite bancnote şi a conferit monopolul emisiunii Băncii Angliei. Ca urmare, nici o bancă privată nu a mai putut asigura conversia depozitelor atrase în propriile sale bancnote.

Evenimentele menţionate au avut loc în condiţiile în care, în Anglia, era în vigoare încă din anul 1765 o lege care interzicea băncilor să suspende temporar convertibilitatea în aur a bancnotelor şi să tipărească bancnote cu o valoare mai mică de 1 £. Această reglementare permitea totuşi băncilor să nu-şi îndeplinească o perioadă de maximum şase luni obligaţia de convertire a

---

[1] — Dowd K., *Private Money*, Hobart Paper, 112, 1988.
[2] — Kaufman G., *Bank Runs: Causes, Benefits and Costs*, Cato Journal, 17, 3, 1988, p. 559-588.
[3] — G. Selgin G., White L., *How Would The Invisibible Hand Handle Money?*, ed.cit.

bancnotelor în aur, dacă plăteau clienților o anumită dobândă. Prevederea respectivă era o inovație propusă de bănci clienților, acceptată de aceştia din urmă şi clar stipulată, căci era imprimată ca atare pe bancnote. Avantajul său era că permitea băncilor să evite efectele dezastruoase ale panicii bancare. Căci, prin întârzierea îndeplinirii cererilor de retragere ale clienților, evenimentele care au declaşat panica se estompau, iar climatul se însănătoşea.

Legea din 1765 a dat naştere însă la numeroase abuzuri, iar, ca urmare, a fost suspendată. Aceste abuzuri au fost favorizate şi de o altă lege, din 1708, care a limitat capitalul băncilor obişnuite şi, în modul acesta, a conferit importante privilegii Băncii Angliei. Într-adevăr, prin aplicarea legii amintite, băncile engleze au devenit subcapitalizate, ceea ce a provocat numeroase crize bancare. Reglementarea din 1765, frecvent utilizată, a permis depăşirea situațiilor celor mai explozive, însă a alimentat instabilitatea şi neîncrederea în sistem. În plus, băncile scoțiene erau neliniştite de extinderea aplicării legii engleze şi în Scoția, deşi aici sistemul funcționa corect.

Aceiaşi lege a interzis tipărirea unor bancnote de cupiuri mici (sub 1 £), ceea ce a obligat publicul să utilizeze pentru plățile mărunte un mijloc de schimb mult mai scump — monezile din aur. Această a doua restricție a funcționat ca o barieră la intrarea pe piață, deoarece a făcut ca înființarea unei noi bănci să se facă în două etape. Într-adevăr, ca urmare a prevederii amintite, o bancă nou înființată era nevoită, la început, să emită doar bancnote de mică valoare şi numai ulterior, după ce îşi crea o anumită reputație, putea să emită bancnote de valori mai mari, acceptate de public. Şi trebuie precizat că deşi, la ora actuală, suma de 1 £ pare mică, în epocă, majoritatea tranzacțiilor efectuate zilnic erau mai mici sau cel mult egale cu această valoare.

Un alt exemplu şi mai eclatant de restricții de natură să provoace crize, nu să le combată, este cel al SUA, unde legea obliga (şi obligă încă în unele state) băncile să îşi limiteze activitatea la statul sau regiunea în care au fost înregistrate la înființare (*Anti-branching Law*). Ca urmare, în SUA există peste 14.000 de bănci şi cca. 3.000 case de economii, dintre care majoritatea sunt de dimensiuni reduse. Or, după cum arată D. Mullineaux[1], chiar şi cele mai mari bănci americane au o talie necorespunzătoare mărimii şi bogăției țării în care se află şi doar una singură figurează pe lista primele zece bănci din lume. Iar

[1] — Mullineaux D., *Competitive Monies and the Suffolk Bank System: A Contractual Perspective*, Southern Economic Journal, 53, April, 1987, p. 884-898.

aceasta, doar pentru că legea americană limitează posibilitatea de a face economii de scară şi obligă băncile să-şi asume riscuri sporite prin aceea că le împiedică să-şi diversifice geografic plasamentele.

Sistemul bancar american actual a fost creat prin *„Glass Steagal Act"* din 1933, însă legislaţia restrictivă amintită se menţine şi în prezent, urmărind limitarea riscurilor asumate de bănci prin separarea băncilor comerciale de băncile de investiţii. După cum a remarcat W. Shugart: „obiectivul legii bancare din 1933 a fost stabilizarea sistemului prin reducerea concurenţei dintre bănci"[1].

Or, o comparaţie între situaţia din SUA şi Canada în perioada 1931-1933 este edificatoare sub aspectul eficienţei reglementărilor restrictive amintite. În SUA, mai multe mii de bănci, majoritatea de mici dimensiuni, au dat faliment, iar masa monetară s-a redus cu 33%. În Canada, care nu a adoptat nici o lege de natură să împiedice crearea de filiale, masa monetară s-a diminuat în aceiaşi perioadă cu doar 13% şi doar o singură bancă a dat faliment. Ca urmare, legea amintită este considerată de mulţi autori ca fiind cauza crizei bancare de mari proporţii manifestate în SUA în anii 1929-1933.

După cum arată V. Smith[2], legea amintită a avut un „efect de piramidă", deoarece, pentru a-şi spori notorietatea, băncile regionale (*country banks*) au început să-şi plaseze o parte din rezervele lor la băncile mai importante (*city banks*), ceea ce, de fapt, a dus la crearea unui sistem bancar cu două niveluri, care nu mai trebuia decât instituţionalizat.

Pe de altă parte, această întrepătrundere a băncilor explică în parte severitatea şi rapiditatea marilor fenomene de panică bancare, deoarece amplifică „efectul de domino". Legea a fragilizat, deci, sistemul, de unde necesitatea adoptării unor reglementări şi mai restrictive, şi tot aşa, până la desfinţarea completă a producţiei private de monedă.

La ora actuală, pe pieţele financiare internaţionale se manifestă o serie de turbulenţe provocate de prăbuşirea structurilor pieţei ipotecare americane cu grad mare de risc (*subprimes*). Printre soluţiile propuse pentru remedierea crizei, un loc important ocupă adoptarea unor reglementări prudenţiale cu privire la activitatea diverselor instituţii financiare care participă la piaţa creditului ipotecar. De asemenea, se consideră că este necesar ca sarcina verificării

---

[1] — Shugart W., *A Public Choise Perspective of the Banking Act of 1933*, Cato Journal, 17, 3, 1988, p. 598.

[2] — Smith V., *The Rationale of Central Banking and the Free Banking Alternative*, Liberty Press, Indianapolis, 1990.

modului de respectare a acestor reglementări să fie încredințată unei autorități de supraveghere a pieței creditelor ipotecare — la fel ca în cazul oricărui alt segment al pieței financiare[1].

Exemplele de mai sus arată limpede că însăşi legislația poate crea condițiile pentru ca libertatea bancară să nu funcționeze în mod corect. De aici, posibilitatea apariției panicii bancare, pe care sistemul centralizat nu este capabil să o prevină. Iar ca urmare, este necesară intervenția statului, care trebuie să fie din ce în ce mai amplă şi de natură să ducă la crearea unei bănci centrale cu rol de finanțator de ultimă instanță.

Se observă că teoria reglementativă se deosebeşte radical de teoria „baloanelor speculative" şi de teoria informării incomplete, deoarece pune cauzele panicii bancare nu pe seama unor factori interni (legați de comportamentul deponenților şi de asimetria informațională), ci pe seama unor factori exteriori sistemului bancar (legislație). Însă, conform tuturor acestor trei teorii, existența unui sistem controlat de banca centrală şi, respectiv, o reglementare bancară exhaustivă, constituie singurele soluții valabile pentru asigurarea stabilității monetare.

Spre deosebire de acestea, teoria activității bancare libere (*Free Banking*) respinge ideea de reglementare şi de control, susținând că stabilitatea monetară se întemeiază mai degrabă pe concurența dintre bănci, decât pe centralizare şi control.

Controversele cu privire la cauzele fenomenului de panică bancară îşi găsesc, astfel, corespondențele în dezbaterile cu privire la concurența dintre monede.

2. Oferta concurențială de monedă

Teoria activității bancare libere (*Free Banking*) are ca obiect de studiu instituțiile necesare pentru buna funcționare a mecanismului ofertei concurențiale de monedă[2].

---

[1] — Cerna S., *Turbulențele de pe piețele financiare internaționale: cauze, consecințe, remedii*, Oeconomica, XVII, 2, 2008, p. 51-66.

[2] — Expresiile „activitate bancară liberă" (*Free Banking*) şi „ofertă concurențială de monedă" sunt sinonime – acestea desemnează o situație în care băncile sunt libere să emită propria lor monedă, de unde prezența băncilor concurente şi a monedelor concurente.

Într-o primă fază, acestă teorie şi-a dezvoltat argumentele prin analiza istorică a perioadelor în care a existat libertate bancară şi care, în general, se situează la sfârşitul secolului XVIII şi începutul secolului XIX.

Studiul experienţelor respective arată că procesul de formare a ofertei de monedă a constat, în acea epocă, în crearea de monede private interne (*inside money*) — în sensul că fiecare bancă privată emitea propria sa monedă, diferită de cea a altora şi identificată prin forma sa şi prin numele băncii emitente — pe baza unei monede externe (*outside money*), constituită de o „monedă primară", reprezentată de metalul preţios (aur sau argint).

Monedele private erau convertibile în „monedă primară", care era folosită, de asemenea, pentru efectuarea decontărilor interbancare.

Iniţial, obiectivul acestor cercetări istorice a fost clarificarea rolului extrem de controversat al statului în crearea instituţiei băncii centrale, rol manifestat eclatant atât în cazul principalelor bănci centrale europene, cât şi în cel al Sistemului Rezervelor Federale al SUA.

Ulterior, analizele istorice s-au concentrat asupra studiului caracteristicilor de stabilitate ale regimului libertăţii bancare, iar aceasta, având în vedere în principal experienţele Angliei şi Scoţiei, care sunt cele mai bine cunoscute.

În prezent, analiza ofertei concurenţiale de monedă continuă demersul de factură istorică, inclusiv în formă cliometrică, însă se preocupă totodată de elucidarea funcţiilor monedei, de studiul dimensiunii instituţionale a monedei, de rolul capitalului de imagine a emitenţilor de monedă etc.

Fiecare din aceste abordări propune propria sa alternativă la monopolul băncii centrale asupra ofertei de monedă.

2.1. Exemple istorice de activitate bancară liberă

Analiza cazurilor istorice de libertate bancară relevă că băncile centrale au apărut, de regulă, după o perioadă de criză bancară profundă, provocată de necesităţile financiare sporite ale statelor. Înseamnă că nu instabilitatea sistemului privat şi concurenţial de creare a monedei a determinat apariţia băncii centrale, ci voinţa politică de a exercita puterea monetară. Iar această afirmaţie este confirmată de istoria creării Băncii Franţei, istorie care s-a repetat apoi, în forme specifice, în majoritatea ţărilor europene, precum şi în SUA.

VI. CREAREA LIBERĂ DE MONEDĂ (*FREE BANKING*)

Episoadele creării Băncii Franței sunt interesante nu numai pentru că învederează dificultățile cu care s-a confruntat procesul de modernizare a sistemului bancar, ci şi pentru că, în epocă, au dat naştere le numeroase dezbateri cu privire la libertatea bancară, dintre care unele îşi păstrează şi în prezent actualitatea. Dintre participanții la dezbaterea „libertate bancară versus bancă centrală", menționăm următorii iluştrii intelectuali şi economişti din acea perioadă: W. Baghehot, J. Stuart Mill, Courcelle-Seneuil, C. Coquelin, Du Puynode, I. Pereire, L. De Lavergne, C. Juglar, H. Carey etc.

Istoria sistemului bancar francez este marcată de unele episoade nefericite, cum ar fi falimentul „Băncii Regale" înființate de J.Law[1], ori inflația de mari proporții generată de emisiunea de asignate în timpul revoluției franceze.[2] Dezastrul provocat de asignate a fost urmat însă de o scurtă perioadă de libertate bancară, situată între 1796 şi 1803. Această perioadă va lua sfârşit prin crearea Băncii Franței (1800).

Faptul că apariția băncii centrale este determinată nu numai şi nu în primul rând de situațiile de forță majoră, create de instabilitatea sistemului privat, ci, mai degrabă, de dorința statului de a-şi însuşi seniorajul şi de a deține puterea monetară este ilustrat şi de cazul Germaniei. Astfel, înainte de crearea statului unitar, Germania era un mozaic de mici state, ceea ce a făcut ca evoluția sistemului bancar să fie diferită de la un stat german la altul. Totuşi, în majoritatea cazurilor, între 1820 şi 1833, a existat o perioadă de relativă pluralitate şi libertate bancară, care apoi s-a repetat între 1847 şi 1871. După crearea, în 1871, a Imperiului German, a fost înființată Reichbank, a fost introdusă monedă unică (marca), iar dreptul băncilor private de a emite bancnote a fost trepat restrâns.

---

[1] — Pentru o prezentare succintă a experienței lui J. Law, a se vedea şi lucrarea autorului: *Moneda şi teoria monetară*, ed. cit. vol. I, p. 129-131.

[2] — Asignatele revoluției franceze = "ban de hârtie pus în circulație în 1789, în plină revoluție, de statul francez total lipsit de resurse. Asignatele franceze erau garantate cu latifundiile foste proprietate a bisericii catolice pe care episcopul d'Autun, pe numele de mirean prințul de Talleyrand-Perigord, le cedase statului revoluționar. Cu toată „garanția" funciară, asignatele s-au depreciat total în câțiva ani din cauza marilor cantități aruncate pe piață. Asignatele sunt date ca exemplu istoric de bani de hârtie emişi fără nici o preocupare pentru respectarea achilibrului între masa banilor în circulație şi nevoile economiei şi, din acestă cauză, suferă o depreciere inflaționist galopantă". (Kiriţescu C., Dobrescu E., *Moneda-mică enciclopedie*, ed. cit., p.27).

Lucrurile s-au petrecut oarecum asemnător în celelalte țări vest-europene: Danemarca, Spania, Belgia, Olanda, Italia, Suedia, Elveția etc.

În SUA, după declarația de independență din 1776, fiecare din noile state componente ale federației americane şi-au creat propriul lor sistem bancar independent. Astfel, fiecare stat a înființat o bancă la care era principalul acționar şi care avea dreptul de a emite bancnote convertibile în aur. În 1791, s-a decis adăugarea la sistemul existent a primei bănci a SUA, căreia i s-a încredințat sarcina controlului masei monetare emise de băncile statelor federației. O a doua bancă a SUA a fost înființată în 1816, însă a fost desființată în 1836.

A urmat o perioadă de descentralizare, caracterizată de adoptarea de către unele state ale federației americane a principiului *„Free Banking"*, în timp ce alte state au recurs la o serie de restricții, inclusiv instituirea monopolului emisiunii de bancnote.

Perioada războiului civil a fost marcată de emisiunea de bancnote neconvertibile de către statele din sud şi de experiența biletelor „verzi" de hârtie (*Greenbaks*), emise în cantități mari şi fără acoperire de către statele din nord, toate acestea provocând o puternică inflație.

Moneda unică (dolarul) a fost introdusă prin *„National Banking Act"* din 1863, care a creat două categorii de bănci: *„country banks"* (numite şi *„states banks"*) şi *„national banks"* (numite şi „bănci federale" sau *„redemption cities banks"*).

Băncile regionale nu au mai putut emite bancnote, iar ca urmare au trebuit să se specializeze în atragerea de depozite. Ele au fost obligate să constituie rezerve la băncile federale, care asigurau emisiunea de bancnote şi convertibilitatea acestora în aur.

Perioada care a urmat a fost marcată de numeroase crize financiare, dintre care cele mai puternice au fost cele din 1873 şi 1907. În urma acestor turbulențe, a fost adoptată *„Federal Reserve Act"* din 1913, prin care a fost creat sistemul actual. Însă, nici noul sistem nu a putut împiedica criza din 1929-1933, cea ce a impus reformarea sa prin amintitul *„Glass-Steagal Act"* din 1933.

Rezultă că şi cazul SUA ilustrează elocvent tendința statului de a-şi însuşi renta aferentă emisiunii monetare.

Această tendință s-a manifestat şi în cazul altor state: Austro-Ungaria, Rusia, Polonia, Africa de Sud, Australia, Noua Zeelandă etc.

VI. CREAREA LIBERĂ DE MONEDĂ (*FREE BANKING*)

Episoadele de libertate bancară cele mai cunoscute sunt cele ale Scoției și Angliei.

Cazul scoțian este cel mai interesant, căci a durat cele mai mult și a fost cel mai amplu studiat, ceea ce a permis degajarea clară a principiilor pe care s-a bazat acest regim.

Sistemul scoțian a ajuns la la maturitate între 1810 și 1845. În această perioadă, stimulați de concurență, bancherii scoțieni și-au înmulțit inovațiile pentru a permite o mai bună circulație a bancnotelor pe care le emiteau și a asigura o protecție solidă deponenților. Bancherii s-au comportat, deci, ca adevărați întreprinzători, care se adaptează la cerințele pieței.

Epoca de libertate bancară aproape deplină a luat însă sfârșit în 1845, cînd a fost aplicată și în Scoția legea engleză (*Act Peel*), care a instituit monopolul Băncii Angliei în ceea ce privește emisiunea de bancnote.

Experiența engleză a durat și ea o jumătate de secol, având numeroase asemănări cu cea scoțiană. În Anglia, perioada de libertate bancară luat sfârșit prin adoptarea legii *„Act Peel"* (1844), care a organizat procesul de creare a monedei în conformitate cu principiile teoretice ale „școlii circulației" (*Currency School*).

În Romania, sistemul bancar s-a născut târziu, abia în a doua jumătate a secolului XIX. Cu toate acestea, prima bancă în înțelesul modern al termenului, „Banca Națională a Moldovei", înființată în 1875, ca bancă particulară, cu capital prusian și românesc, a avut dreptul de a emite bancnote convertibile. Ea a dat însă faliment și nu a mai emis bancnotele preconizate.

În ceea ce privește Transilvania, aceasta a făcut parte în a doua jumătate a secolului XIX din Imperiul Habsburgic, iar apoi din monarhia dualistă austro-ungară (1867). În aceste condiții, o serie de bănci comerciale străine (austriece, germane, maghiare etc.) au deschis filiale și în orașele transilvane: Brașov, Sibiu, Cluj, Timișoara, Arad etc., prin care, în concordanță cu practica vremii, emiteau propriile lor bancnote.

Rezultă că și în România a existat o perioadă de libertate bancară, situată, la fel ca în alte țări, în a doua jumătate a secolului XIX. Această perioadă a luat sfârșit prin înființarea în 1880 a Băncii Naționale a României, căreia i-a fost încredințat monopolul emisiunii de bancnote convertibile în aur și argint (bimetalism), practică ce se menține și în prezent, în pofida a numeroase avataruri, inclusiv a traversării epocii comuniste.

Cu toate acestea, şi în România a mai existat o perioadă de pluralism monetar, în timpul şi în anii imediat următori primului război mondial, când în circulaţie s-au aflat lei emişi de Banca Naţională refugiată la Iaşi, lei de război emişi prin „Banca Generală" de autorităţile de ocupaţie de la Bucureşti, coroane austro-ungare, ruble Romanov şi ruble Lwow. Acestei situaţii i s-a pus capăt prin unificarea monetară din 1920-1921.

Analiza istorică relevă, astfel, o interesantă similitudine între evoluţia sistemului bancar de diverse ţări, deşi, desigur, există numeroase deosebiri de împrejurări şi de motive concrete.

Astfel, anterior creării băncilor centrale, experienţele în materie de libertate bancară sunt numeroase şi situate în cea mai mare parte în aceiaşi perioadă: secolul XVIII — prima parte a secolului XIX. Această sincronizare, evident, nepremeditată, se explică prin dezvoltarea comerţului, proces care are aceiaşi natură economico-socială în toate ţările. Ca urmare, necesitatea creării unui sistem bancar modern şi eficace s-a resimţit aproape peste tot în acelaşi timp, ceea ce a dus, *inter alia*, la inventarea bancnotei şi la restrângerea progresivă a circulaţiei monezilor din aur şi argint.

În cursul timpului, biletul de bancă s-a înserat însă în două contexte social-economice diferite:

a) unul în care băncile erau proprietate privată şi îşi desfăşurau activitatea într-o lume în care reglementările erau absente sau minimale;

b) altul în care activitatea băncilor comerciale a fost supusă reglementărilor băncii centrale.

Trecerea de la o etapă la cealaltă s-a făcut de fiecare dată în momente de criză, provocate, de regulă, de creşterea însemnată a cheltuielilor statului din cauza războaielor, a revoluţiilor politice, a demarării revoluţiei industriale etc. Ca urmare, autorităţile au încercat să îşi subordoneze sistemul bancar, iar, pentru aceasta, au ales una din băncile existente pentru a deveni bancă centrală sau pur şi simplu au înfiinţat o nouă bancă, căreia i-au încredinţat acest rol. Indiferent de motivele concrete, nevoia acută de resurse a fost, probabil, principala cauză a fascinaţiei resimţite de puterea politică faţă de puterea monetară, ceea ce îi face pe unii autori să se întrebe dacă prima poate exista fără cea de a doua, chiar şi într-un sistem politic democratic. De exemplu, A.

Meltzer[1] demonstrează că atunci când alegătorul mediu are „sentimentul" că venitul său este mai mic decât venitul mediu al societății din care face parte, el cere politicienilor să realizeze, pe o cale sau alta, un transfer de venituri de la colectivitate înspre el. Or, pentru a-şi spori şansele de a fi aleşi sau pentru a se menține la putere, oamenii politici încearcă să satisfacă această cerință, iar instrumentul monetar este un mijloc subtil de realizare a acestui transfer.

Rezultă că modul obişnuit de justificare a apariției băncilor centrale este discutabil. Argumentul tradițional folosit pentru a demonstra necesitatea creării acestei instituții este că sistemul de bănci private concurente nu poate alimenta economia cu o monedă de calitate. Altfel spus, se consideră că sistemul privat este instabil şi generator de crize, iar singura posibilitate de a proteja deponentul de orice probleme este un sistem public. În realitate, lucrurile nu sunt chiar aşa de simple, iar experienețele istorice în materie de libertate bancară continuă să fie studiate de economiştii contemporani, în scopul degajării logicii de funcționare a unui asemenea sistem şi a precizării condițiilor în care el poate fi eficient.

2.2. Şcoala contemporană a producerii libere de monedă

Cercetările actuale în materie de libertate bancară urmăresc atingerea aceluiaşi obiectiv: definirea instituțiilor şi principiilor de funcționare a unui sistem de alimentare cu monedă a economiei în care nu există bancă centrală, adică a unui sistem fără monopolul emisiunii monetare.

În cadrul acestei problematici generale, există trei mari direcții de cercetare:

1) teoria modernă a activității bancare libere (*Free Banking*), care porneşte de la exemplele istorice amintite, pe care le studiază cu ajutorul conceptelor şi instrumentelor analitice ale ştiinței economice contemporane (inclusiv econometria — cliometria);

2) „noua economie monetară", care, după cum am mai menționat, îşi propune elucidarea funcțiilor monedei;

3) teoria generală a concurenței monetare, care studiază competiția între monedele fiduciare private neconvertibile de genul monedelor fiduciare oficiale care există în prezent în lume.

---

[1] — Meltzer A., *Voitings Rights and Redistribution: Implication for Liberal Democratic Governments*, Journal des Economistes et des Etudes Humaines, 2, 1, Mars, 1991, p. 3-24.

Un element comun al acestor trei curente de gândire este noțiunea de „produs(e)-monedă". Într-adevăr, în cazul în care există activitate bancară liberă, banca centrală nu mai are monopolul producerii unei monede naționale unice, cu curs forțat, iar băncile comerciale pot pune în circulație propria lor monedă. Înseamnă că băncile devin o intreprindere ca oricare alta, care propune clienților propriul(ile) său(ale) „produs(e)-monedă", pe care aceştia din urmă sunt liberi să îl(le) accepte sau nu. Este vorba, de fapt, despre produs(e) bancar(e) — bancnote sau depozite —, oferit(e) în funcție de cererea clienților.

Moneda emisă se identifică prin două elemente esențiale: numele băncii şi valoarea nominală înscrisă pe suportul monetar. Prezența unei „mărci de fabrică" — numele băncii — face ca fiecare monedă să fie unică şi identificabilă. În ceea ce priveşte masa monetară, aceasta nu mai este compusă, deci, dintr-o singură monedă.

Pentru a marca deosebirea radicală față de sistemul actual, termenul de „produs-monedă" este, într-adevăr, mai adecvat decât cel de „monedă", deoarece reflectă mai bine rolul băncilor într-un asemenea sistem. Băncile sunt aici pur şi simplu intreprinderi ce îşi oferă produsele pe o piață concurențială, produse care se caracterizează prin aceea că se utilizează ca monedă. Este vorba, aşadar, despre un univers în care mai multe „produse-monedă" concurează între ele, iar clienții pot să aleagă între mai multe bănci „producătoare", în funcție de serviciile prestate de fiecare, de prețul cerut şi de calitatea „produsului-monedă" oferit, calitate care este evaluată în funcție de presupusa sa stabilitate în timp.

2.2.1. Teoria modernă a activității bancare libere

Experiențele istorice de libertate bancară îi fac pe numeroşi economişti care se ocupă de această problemă să opteze pentru un sistem în care există monede private convertibile într-o „monedă primară" unică pentru ansamblul sistemului (aur). Principala calitate a unui asemenea sistem este capacitatea sa de autoreglare, în sensul că evită supraproducția monetară printr-un mecanism de compensare interbancară şi prin preschimbarea reciprocă a „produselor-monedă".

Într-adevăr, o caracteristică esențială a unui asemenea sistem este că „produsele-monedă" circulă în mod paralel şi pot fi preschimbate liber unul pe altul. Raporturile de schimb dintre diverse „produse-monedă" sunt stabilite de piață, prin jocul cererii şi ofertei.

Cazurile istorice menționate în paragraful precedent arată că, de regulă, raportul de schimb între diverse monede se stabileşte la nivelul 1/1. Acest fenomen de egalizare a raporturilor de conversiune se explică prin acțiunea concertată a băncilor: acceptând bancnotele altor bănci la paritate, o bancă are avantajul că circulația propriilor bancnote este, în modul acesta, stimulată şi dinamizată. Cooperarea este, deci, mai eficace decât refuzul de a accepta bancnotele altor bănci, ori decât acceptarea acestora cu un anumit *disagio*, iar aceasta, cu atât mai mult cu cât cererea monetară totală, manifestată, deci, față de toate tipurile de monedă, creşte mai rapid.

În acest context, elementul esențial al teoriei libertății bancare (cu „produse-monedă" convertibile într-o „monedă primară" comună şi cu rezerve fracționare) rezidă în caracterul autoreglator al sistemului de compensare interbancară. Într-adevăr, din cauza cererilor de convertire ale publicului şi ale altor bănci (formulate în procesul de decontare interbancară), volumul rezervelor limitează creşterea cantității de monedă.

Comportamentul unei anumite bănci este determinat, deci, de rata „rezerve/monedă". Această rată, ρ, nu este stabilită însă în mod arbitrar de către bancă, ci este dedusă din comportamentul utilizatorilor monedei băncii respective. Parametrul exprimă, în formă relativă, mărimea stocului de aur pe care banca trebuie să îl dețină pentru a face față cererilor de convertire:

$$\rho = \frac{R}{M} \qquad (1)$$

unde:

R — volumul rezervelor;

M — valoarea „produselor-monedă" emise.

Ca urmare, există relația:

$$M = \frac{R}{\rho} \qquad (2)$$

Ecuația (2) arată că producția de monedă a unei bănci poate creşte, însă numai cu condiția ca viteza de revenire a „produsului-monedă" să fie mică, adică nici clienții băncii respective şi nici alte bănci să nu ceară decât foarte rar convertirea în aur a bancnotelor pe care le deține. Or, este evident că această condiție este una pur ipotetică.

În mod practic, fiecare bancă efectuează un calcul de optimizare a volumului rezervelor prin compararea costului marginal de deținere a rezervelor („costul opțiunii" aferent constituirii de rezerve, care este echivalent cu rata dobânzii care s-ar obține prin efectuarea de plasamente financiare), pe de o parte, cu venitul marginal (echivalent cu reducerea probabilității de a fi surprinsă fără lichidități în procesul de compensare), pe de altă parte.

În aceste condiții, existența unei rețele interbancare de decontare, organizate sau nu sub forma unui sistem de compensare, permite sancționarea rapidă a unei bănci neglijente, care emite o cantitate de monedă mai mare decât cea permisă de rezervele pe care le deține. Într-adevăr, punând în circulație o masă monetară mai mare, o parte din aceasta va aflui spre conturile clienților băncilor concurente, care vor cere convertirea sa. Or, acestă cerere masivă de convertire corectează rapid comportamentul băncii inflaționiste, deoarece ea nu are altă soluție decât să-şi schimbe atitudinea sau să dispară.

Modelul formal al acestui proces a fost elaborat de G. Selgin şi L. White[1], care demonstrează în mod riguros că sistemul discutat aici conține toate mecanismele de ajustare necesare pentru eliminarea consecințelor inflaționiste (deflaționiste) pe care regimul libertății bancare, eventual, le produce.

La aceiaşi concluzie ajunge L. Sechrest[2], care utilizează un model complex, cu ajutorul căruia arată că tendința băncilor de a-şi maximiza profitul generează, chiar şi pe termen scurt, stabilitate monetară.

În acest context, se pune problema mărimii rezervelor, mai precis dacă acestea trebuie constituite la nivelul de 100% din cantitatea de monedă emisă, ori la o fracțiune din aceasta. Este adevărat că dezbaterea „rezerve 100% versus rezerve fracționare" nu constituie un element esențial al şcolii activității bancare

---

[1] — Selgin G., White L., *How Would The Invisibile Hand Handle Money?*, ed.cit.

[2] — Sechrest L., *Free Banking, Theory, History and Laissez-Faire Model*, Quorum Books, Westport, Connecticut, 1993.

libere, însă, în general, este o discuție relevantă, deoarece îmbină analiza strict economică cu abordarea juridică a dreptului de proprietate.

Astfel, partizanii sistemului cu rezerve 100%, cum ar fi, de exemplu, M. Rothbard[1], construiesc un raționament bazat pe o abordare juridică a monedei. Conform acestei abordări, clienții depun fonduri la bancă, iar, ca urmare, contractul dintre bancă şi deponent este un „contract de depozit", care trebuie interpretat ca o „obligație de păstrare", implicând, deci, cerința menținerii unei rezerve de 100%. Concluzia este că rezervele trebuie să fie de 100% şi să fie constituite în aur.

În această logică, banca este asimilată unui „antrepozit" (*ware-house*). Acordarea unui credit pe baza depozitelor înseamnă, deci, o încălcare a contractului de păstrare. Cu alte cuvinte, emiterea de promisiuni de plată (bancnote) peste bunurile deținute în rezervă constituie un act nelegitim de însuşire frauduloasă, care trebuie pedepsit de sistemul judiciar.

Cauzele evoluției istorice spre un sistem de rezerve fracționale sunt explicate pe larg de Huerta de Soto[2], care, în esență, pune acest fenomen pe seama profiturilor ridicate pe care le aduce activitatea de creditare bazată pe principiul multiplicatorului. Însă, după cum arată autorul citat, aceasta face ca întregul sistem să devină vulnerabil la fenomenul de panică, ceea ce, la rândul său, impune crearea unui finanțator de ultimă instanță. Există, deci o complicitate a băncilor private şi a statului în acțiunea de înființare a unei bănci centrale.

Teza de mai sus este strălucit argumentată şi exprimată de L. von Mises, care scrie următoarele:

„Ideea că guvernele s-au amestecat în activitatea bancară pentru a limita emisiunea de instrumente fiduciare şi de a împiedica expansiunea creditului este un mit. Guvernele au fost ghidate, dimpotrivă, de atracția pentru inflație şi pentru expansiunea creditului. Ele au privilegiat băncile, deoarece doreau să lărgească limitele

---

[1] — Rothbard M., *The Myth of Free Banking in Scotland*, The Review of Austrian Economics, Ludwing of Mises Institute, Lexington Books, Washington D.C., 2, 1988, p. 229-245; *Ce le-a făcut statul banilor noştrii?*, Institutul von Mises – România, 2005.

[2] — Huerta de Soto, *Banque Centrale ou Banque Libre: Le Debat Theorique sur les Rezerves Fractionnaires*, Journal des Economistes et des Etudes Humaines, 5, 2-3, Juin-Septembre, 1994, p. 379-391

pe care le impune piața neobstrucționată expansiunii creditului, sau pentru că erau dornice să obțină o sursă de venit pentru trezorerie"[1].

De fapt, întreaga analiză a lui M. Rothbard se întemeiază pe concluziile lucrărilor lui Mises: rezervele trebuie să fie 100% şi să fie constituite în aur.

După cum am mai menționat, analiza lui Mises constituie ea însăşi o continuare a cercetărilor lui C. Menger[2] cu privire la originea monedei. Contribuția esențială a lui Mises la teoria monetară este „teorema regresiei", enunțată în anul 1912. Această teoremă conține două aserțiuni:

1) moneda nu poate fi creată: ea emană dintr-un proces de piață, ca rezultat al eforturilor individuale ale membrilor societății;

2) o entitate nu este selectată ca monedă decât dacă ea a făcut anterior obiectul unor schimburi.

Pornind de aici, Mises demonstrează că valoarea monedei şi utilitatea sa actuală se explică print-o regresie temporală, care se opreşte în momentul în care moneda avea formă de bun.

În lucrarile citate, M. Rothbard compară avantajele relative ale convertibilității bancnotelor într-un „coş" de bunuri, pe de o parte, şi ale convertibilității în aur, pe de altă parte. Criticile pe care le formulează la adresa utilizării „coşului" de bunuri sunt următoarele:

1) un asemenea „coş" de bunuri nu a apărut niciodată în mod spontan din practica monetară;

2) definirea „coşului" de bunuri implică intervenția statului;

3) referirea la un „coş" de bunuri este utilizată pentru asigurarea stabilității valorii monedei; or, în cadrul şcolii austriece, stabilitatea prețurilor nu poate fi reflectată printr-un indice de prețuri unic.

În concluzie, este preferabilă alegerea aurului ca referențial.

Autorul menționat concepe şi un procedeu de trecere la un regim cu acoperire 100%: într-o primă fază, este necesară evaluarea stocului de aur deținut de banca centrală, iar apoi acest aur urmează a fi „privatizat" prin restituirea sa către băncile comerciale şi către persoanele particulare.

---

[1] — Mises L., *Human Action: A Treatise on Economics*, ed.cit., p. 441.

[2] — Menger C., *Principles of Economics*, 1871, ed. cit.

Trebuie însă spus că alți autori favorabili ideii de convertibilitate, ca, de exemplu, L. White[1], care deşi preferă şi ei — din aceleaşi motive — aurul ca „monedă primară", sunt totuşi, în majoritatea cazurilor, adepții unui sistem de rezerve fracționare. Aceasta, deoarece consideră că rezervele fracționare corespund în mai mare măsură evoluției istorice a sistemului bancar.

2.2.2. „Noua economie monetară"

„Noua economie monetară", numită şi „sistemul BFH"[2], îşi propune, după cum am arătat, reexaminarea funcțiilor monedei[3]. Conform reprezentanților acestei teorii, într-o analiză riguroasă, funcția de unitate de calcul sau mijloc de calcul (MC) presupune un „numerar"[4] distinct de activul utilizat ca mijloc de schimb (MS). Ca urmare, în sistemul pe care îl propun autorii citați, unitatea de calcul se defineşte fizic prin raportare la „coşul" de bunuri luat ca referențial. Spre deosebire de aceasta, valoarea monedei ca mijloc de schimb depinde de cerere şi ofertă.

În aceste condiții, rolul statului se limitează la definirea unității de cont. Băncile emit propriile lor monede, care se diferențiază între ele prin „marca de fabrică" reprezentată de numele băncii emitente, iar decontarea creanțelor şi datoriilor interbancare se face cu ajutorul unuia sau mai multor active alese de băncile interesate. Aceste active îndeplinesc funcția de mijloc de plată (MP), în sensul de mijloc de lichidare a soldurilor interbancare[5]. Rezultă că principalele funcții ale monedei sunt îndeplinite de active diferite: MC, MS şi MP.

Obiectivul autorilor citați este repunerea în cauză a teoriei monetare tradiționale şi găsirea unui nou sistem „fiduciar" prin care să se asigure independența economiei reale de fenomenele care se produc în sfera monetară. Conform acestei concepții, principalul rol al băncilor este ținerea evidenței operațiunilor prin care se efectuează transferurile de bunuri, iar, ca urmare,

---

1 - White L., *Competitive Monetary Reform: A Review Essay*, Journal of Monetary Economics, 26, 1, August, 1990, p. 367-391.

2 — Acronimul provine de la numele principalilor reprezentanți ai acestui curent: Black, Fama şi Hall (Black F., *Banking and Interest Rates in World without Money*, ed. cit.; Fama E., *Banking in the Theory of Finance*, ed. cit.; Hall R., *Optimal Fiduciary Monetary System*, ed. cit.).

3 — Cf. cap. IV, §2.3.2 *supra*.

4 — Cap. IV, §1.2 *supra*.

5 — Cap. IV, §1.5 *supra*.

băncile trebuie să fie centre pasive de constituire a depozitelor, fără a avea nici o influență asupra nivelului prețurilor.

Rezultă că sistemul propus se deosebeşte de sistemul actual, în care băncile se bazează pe rezerve şi influențează nivelul general al prețurilor, de unde variația volumului rezervelor care le sunt necesare. Cu alte cuvinte, în „sistemul BFH", activitatea bancară este neutră. Iar având în vedere că băncile se află în concurență şi că această concurență are un rol autoreglator, nu mai este necesar controlul producției lor monetare ca mijloc de realizare a echilibrului stabil al activității economice şi al nivelului general al prețurilor.

A doua direcție de cercetare în cadrul „noii economii monetare" este ceea ce se numeşte „teoria restricțiilor legale". Problema pe care o ridică reprezentanții acestei şcoli de gândire este cea a motivelor care îi fac totuşi pe indivizi să continue să utilizeze moneda în forma sa actuală, care are un randament redus, deşi există multe alte instrumente financiare, cu randament mult mai mare.

Un răspuns la această întrebare este cel oferit, printre alții, de J. Hicks[1], după care fenomenul amintit se explică prin costurile de tranzacționare: moneda este utilizată, deoarce este mai lichidă decât alte active şi, deci, presupune costuri de tranzacționare mai reduse.

Teoria restricțiilor legale adoptă cadrul obişnuit al analizei echilibrului general, în care, după cum se ştie, costurile de tranzacționare sunt presupuse egale cu zero. Referențialul analizei este reprezentat de un sistem bancar presupus a fi lipsit de reglementări. Într-un asemenea sistem, băncile remunerează toate tipurile de depozite cu o sumă egală cu dobânda pe care o obțin prin plasarea depozitelor respective, mai puțin cheltuielile ocazionate de serviciul de intermediere pe care îl prestează. Ca urmare, randamentul monedei este comparabil cu cel titlurilor financiare care prezintă acelaşi grad de risc (mai puțin costurile aferente procesului de intermediere). În sistemul respectiv, moneda ar fi utilizată, deci, pentru că este purtătoare de dobândă. Iar dacă acum nu se întâmplă aşa şi moneda este utilizată şi fără a aduce dobândă, aceasta se explică prin constrângerile legale, care fac ca moneda să se deosebească de alte active. Într-adevăr, în sistemul actual, legea este ceea care face ca instrumentele financiare să nu poată fi folosite legal ca monedă.

---

[1] — Hicks J., *Critical Essays in Monetary Theory*, ed.cit.

2.2.3. Teoria generală a concurenței monetare

Noțiunea de „monedă de bancă" (scripturală) desemnează, după cum am mai arătat, moneda creată de băncile comerciale şi bazată pe „moneda primară" (centrală), care, în sistemele monetare actuale, este ea însăşi neconvertibilă în aur.

Unii autori au conceput însă un sistem bazat pe concurența dintre mai multe „monede fiduciare private" şi au pus problema dacă un asemnea sistem este viabil. În acest caz, spre deosebire de sistemul bazat pe concurența dintre mai multe monede private convertibile, băncile nu sunt obligate să convertească depozitele într-o altă formă monetară la simpla cerere şi la o paritate cunoscută cu anticipație. Altfel spus, băncile nu sunt limitate în producția lor de monedă de volumul rezervelor pe care trebuie să le dețină.

Argumentarea porneşte de la faptul că, într-un sistem privat şi concurențial de producere a monedei, băncile urmăresc obiectivul rațional al maximizării profiturilor. Ca urmare, ele compară veniturile marginale cu costurile marginale ale producției de monedă şi procedează în consecință: continuă să producă monedă atâta vreme cât puterea de cumpărare a monedei pe care o emit este mai mare decât costul de producție al bancnotei în care moneda respectivă este întruchipată. Or, într-un univers de monede neconvertibile, costul de producție al monedei este reprezentat exclusiv de costul de tehnic de confecționare (costul de tipărire a bancnotelor) şi se poate admite că acest cost este practic neglijabil. Ca urmare, moneda poate fi produsă şi dacă veniturile marginale sunt egale cu zero.

În aceste condiții, venitul unei bănci este egal cu valoarea reală a ofertei sale de monedă, conform relației:

$$R_i = \frac{1}{P} \cdot \frac{dM_i}{dt} \qquad (3)$$

unde:

R — venitul real:

P — nivelul general al prețurilor;

$\frac{dM_i}{dt}$ - variația ofertei de monedă a băncii i.

Deoarece costurile sunt presupuse nule, venitul poate fi considerat egal cu profitul.

Se mai presupune că toate băncile acționează în același mod și că creșterea cu aceiași sumă a ofertei de monedă a oricărei bănci determină o creștere identică a nivelului general al prețurilor.

Pornind de aici, se demonstrează că venitul maxim se obține în cazul în care rata inflației este pozitivă, iar elasticitatea cererii de monedă în raport cu rata inflației este -1.

Argumentația de mai sus este respinsă însă de unii autori, ca B. Klein[1], F. Hayek[2], J. Centi[3] etc., care critică maniera de definire a costurilor de producere a monedei exclusiv drept costuri tehnice. După cum arată autorii citați, în cazul producției private de monedă, producătorul trebuie să țină seama de atitudinea consumatorilor de „produse-monedă", care se pot adresa oricând altui producător. Ca urmare, pentru a obține o anumită cotă de piață, intreprinderea bancară trebuie să-și constituie un capital de imagine și să suporte costuri de credibilitate.

În acest context, se poate spune că inflația nu este rezultatul concurenței dintre bănci, ci consecința definirii necorespunzătoare a drepturilor de proprietate. Căci, în condițiile menționate, însuși comportamentul rațional al băncilor distruge piața. Iar aceasta se întâmplă, deoarece nivelul costurilor de producție este nul. Într-adevăr, ipoteza nulității costurilor are drept consecință ideea că clienții sunt „semipasivi", în sensul că ei continuă să utilizeze moneda produsă, chiar dacă aceasta are o putere de cumpărare tot mai mică. Cu alte cuvinte, reacția lor, exprimată de elasticitatea cererii de monedă, se limitează la modificarea cantității de monedă pe care o solicită. Aceasta, pentru că ei înșiși sunt rationali, deoarece își ajustează cantitatea de monedă pe care o cer la „costul opțiunii" aferent deținerii de monedă, cost reprezentat de rata dobânzii reale. Amintita lor „semipasivitate" provine din faptul că nu pot utiliza alte forme de monedă, ci trebuie să facă o alegere între monedă și troc.

Presupunerea că producerea de monedă generează un cost pozitiv are două consecințe. Pe de o parte, deoarece băncile au un comportament rațional, costul

---

[1] — Klein B., *The Competitive Suply of Money*, Journal of Money, Credit and Banking, 6, 4, November, 1974, p. 423-454.

[2] — Hayek F., *Denaționalizarea banilor: Argumentul îmbunătățit*, Libertas Publishing, București, 2006.

[3] — Centi J., *Integration Europeene et Concurrence des Monnaies*, ed.cit.

pozitiv le determină să îşi limiteze producţia de monedă. Pe de altă parte, deoarece, la rândul lor, clienţii au un comportament raţional, costul pozitiv pe care băncile încearcă să îl repercuteze asupra lor, pretinzându-le un preţ acoperitor pentru serviciul pe care îl prestează, îi determină să-şi intensifice gradul de reacţie şi să devină „activi".

Fiecare bancă efectuează un volum de investiţii în credibilitate diferit de cel al altor bănci, iar, ca urmare, înregistrează costuri diferite. Sectorul bancar nu este, deci, omogen din acest punct de vedere. Ca urmare, un client care constată (anticipează) că puterea de cumpărare a monedei pe care o deţine se diminuează (riscă să se diminueze) are posibilitatea să utilizeze altă monedă, provenită de la altă bancă, ce oferă un produs de calitate mai bună.

Problema care se pune în continuare este cea a motivelor care determină băncile private, emitente de monedă neconvertibilă, să efectueze investiţii în credibilitate. Căci, dacă producţia de monedă este liberă şi, oricum nu este convertibilă în nimic altceva, se pune problema de ce indivizii care compun societatea respectivă ar recurge la aceşti producători, în loc să producă ei înşişi monedă, procedând, deci, la fel ca producătorii cosacraţi. Cu alte cuvinte, când este posibil ca oricine să producă monedă, nu există nici un motiv să existe producători specializaţi.

În mod evident, într-o asemenea lume, problema nu este de a produce moneda, căci aceasta o poate face oricine, ci de a-i determina pe alţii să accepte moneda respectivă. Pentru ca un individ oarecare să accepte moneda produsă de altcineva, când el însuşi poate face acelaşi lucru, este necesar ca el să aibă încredere că poate păstra şi da mai departe, fără nici o pierdere, moneda respectivă. Cu alte cuvinte, pe lângă faptul că uşurează schimbul, deoarece reduce costurile de tranzacţionare şi costurile de informare, moneda are şi o altă funcţie: ea reflectă încrederea ce domneşte între participanţii la actul schimbului. Înseamnă că moneda introduce în procesul schimbului un capital suplimentar, pe care îl valorizează, şi anume încrederea reciprocă între participanţi.

În aceste condiţii, este limpede că bancherul este cel care trebuie să investească în capital de încredere. Căci, spre deosebire de ceilalţi indivizi, care sunt şi ei liberi să producă monedă, dacă vor, bancherul este un profesionist, a cărui meserie este tocmai producerea de monedă; ca urmare, el trebuie să încerce să mărească numărul celor care au încredere în „produsul-monedă" pe

care îl oferă. Or, bancherul poate face acest lucru, doar dacă investeşte în capitalul său de imagine, sporindu-şi notorietatea, punând la dispoziția publicului informații cu privire la gestiunea şi strategia sa de emisiune (afaceri) etc.

Rezultă că decizia unui individ oarecare de a deveni producător de monedă pentru ceilalți implică un anumit cost pentru el şi este evident că individul respectiv se angajează într-o asemenea intreprindere, doar dacă speră ca veniturile pe care le obține să îi acopere costurile şi să îi aducă şi un profit.

Costurile constă în principal în costurile de dobândire şi menținere a încrederii, iar veniturile sunt reprezentate de remunerația pe care ceilalți membri ai societății o plătesc pentru serviciile pe care individul în cauză le prestează în calitate de bancher. În ceea ce îi priveşte, ceilalți indivizi îl plătesc pe bancher pentru serviciile respective, deoarece ei înşişi nu sunt dispuşi să suporte costurile de obținere a încrederii pe care le presupune calitatea de producător de monedă.

Într-o lume în care circulă monede fiduciare neconvertibile, nu există, aşadar, nici un motiv să existe un singur producător de monedă, dar există motive extrem de serioase ca numărul acestor producători să nu fie prea mare. Căci, la fel ca în cazul bunurilor obişnuite, deşi piața este deschisă oricărui producător, aceasta conține criterii de selecție foarte drastice: calitatea „produsului-monedă" şi raportul preț/calitate. Deoarece dobândirea şi menținerea încrederii costă, iar nu toți indivizii pot sau sunt dispuşi să suporte acest cost şi, de altfel, nici nu îi interesează în aceiaşi măsură încrederea pe care o inspiră altora, nu toți indivizii doresc să devină producători de monedă, chiar dacă sunt complet liberi să o facă.

Concluzia care se desprinde din cele arătate mai sus este că principala condiție, pe care trebuie să o îndeplinească o monedă privată neconvertibilă, este ca circulația sa să fie susținută de un capital de încredere identificabil. Aceasta revine la a spune că încrederea este un bun privat, care, la fel ca oricare alt bun, poate fi deținut şi utilizat în calitate de capital. Or, este evident că nimeni nu face investiții în capital de încredere, decât dacă dreptul de proprietate asupra capitalului creat în modul acesta este clar definit şi bine protejat, ceea ce înseamnă că moneda, încrederea şi dreptul de proprietate sunt elemente foarte strâns legate.

Oricum, deoarece producerea monedei implică investiții în capital de încredere, costul de producție nu este egal cu zero, ci poate fi chiar foarte mare. Iar pentru că un asemenea cost există şi este pozitiv, monedele respective pot avea o valoare pozitivă, ceea ce înseamnă că sistemul nu este neparat inflaționist.

Un argument frecvent folosit împotriva ideii producerii de monede private neconvertibile este că emitenții de asemenea „produse-monede" pot abuza de dreptul lor şi, deci, pot creea o cantitate de monedă prea mare. În acest caz, se poate vorbi, într-adevăr, despre fraudă sau minciună, deoarece bancherul adoptă o atitudine diferită de cea pe care s-a angajat să o aibă, dejucând astfel anticipațiile clienților, în sensul că le oferă o monedă de calitate mai slabă decât cea pe care ei o aşteaptă.

Fapt este că indiferent de natura „produsului-monedă" avut în vedere, bancherul trebuie să anunțe strategia sa de emisiune pentru viitor. Or, având în vedere cererea clienților de a li se oferi o monedă de bună calitate, el nu poate anunța decât o strategie susceptibilă să ducă la producerea unei monede care îşi păstrează în timp puterea de cumpărare. Se pune, deci, problema credibilității anunțului făcut de bancher.

Este evident că bancherul este singurul care ştie dacă va acționa sau nu în concordanță cu angajamentul pe care şi-l ia şi, că, deci, există o asimetrie informațională între bancă şi clienții săi. Riscul provocat de asimetria informațională este ca bancherul să folosească situația respectivă pentru a obține un profit ridicat. Argumentul nu vizează, deci, costul producerii de monedă, ci avantajele înşelăciunii.

Însă, oricât de atractivă ar părea, o strategie bazată pe înşelăciune nu este viabilă într-un univers concurențial. O bancă poate, desigur, opta pentru obținerea unui profit imediat prin creşterea însemnată a producției sale de monedă, dar clienții nu vor întârzia să sesizeze deprecierea monedei ce le este oferită şi să se adreseze altor bănci. O bancă poate, deci, alege să fie incorectă, însă, dacă piața este cu adevărat liberă, prețul pe care va trebui să îl plătească este dispariția sa.

Capitalul de încredere depinde, aşadar, de acțiunile trecute şi prezente al băncii. Acest capital poate fi evaluat şi este realmente evaluat, aşa cum se întâmplă atunci când, de exemplu, proprietarii îşi propun să vândă banca respectivă. Capitalul de imagine are, aşadar, caracter de marfă. Şi, la fel ca

noțiunea de „produs-monedă", noțiunea de „capital de imagine" implică o definire precisă a drepturilor de proprietate.

În cazul unei bănci centrale, dacă reputația sa este îndoielnică, banca centrală respectivă continuă să existe, dar eficacitate politicii sale monetare este serios amputată. Costul aferent îl suportă însă întreaga societate[1].

În cazul unei bănci private, diminuarea capitalului de încredere determină dispariția băncii respective şi a „produsului-monedă" pe care ea îl emite.

Cu alte cuvinte, în primul caz, consecințele unei credibilități reduse se resfrâng asupra întregii societăți, pe cînd în cazul al doilea ele sunt suportate exclusiv de banca în cauză.

Există şi alte deosebiri semnificative între cele două cazuri. Astfel, reputația unei bănci centrale se construieşte prin respectarea anunțurilor făcute în mod public, precum şi prin reglementările referitoare la funcționarea acestei instituții. Exemplul cel mai eclatant în acest sens este legătura care există între credibilitatea băncii centrale şi independența sa[2].

În cazul activității bancare libere, încrederea se construieşte prin respectarea de către banci a angajamentelor față de clienți şi prin garanțiile oferite acestora (valoarea netă a activului, informațiile difuzate, convertibilitatea bancnotelor etc.)

Rezultă că, într-un regim de libertate bancară, încrederea este un fenomen care ține de relațiile dintre bancă şi clienții săi. Această stare mentală depinde exclusiv de contractele existente între bancă şi clienți şi de respectarea acestor contracte în trecut şi în prezent.

În actualul sistem de alimentare cu monedă a economiei, bazat pe un aparat bancar cu două niveluri, reputația băncii centrale depinde de deciziile de politică economică luate de ea şi de celelalte autorități ale statului. Spre deosebire de aceasta, în sistemul bazat pe libertate bancară, încrederea este rezultatul contractelor dintre indivizi.

În concluzie, o strategie de emisiune excesivă din partea unei bănci private nu poate apare decât dacă pierderea de capital de încredere pe care aceasta o provoacă este mai mică decât câştigurile aferente producției excesive de monedă. Or, am văzut că pentru ca activitatea băncii respective să poată continua, este necesar un anumit capital de încredere. Alfel spus, nu este

---

[1] — Cerna S., *Teoria anticipațiilor raționale şi credibilitatea politicii monetare*, ed.cit., p. 53 şi urm.

[2] — A se vedea cap. IX *infra*.

posibilă existența unui „produs-monedă" fără „capitalul de încredere" corespunzător.

Venitul provenit din producția excesivă de monedă depinde de rata de creştere a masei monetare, dar şi de „suprafața monetară" de pornire, adică de numărul clienților băncii şi, deci, de capitalul său de încredere. Ca urmare, factorul de producție esențial în maximizarea pe termen scurt a venitului este capitalul de încredere. Producția excesivă de monedă echivalează însă cu distrugerea capitalului de încredere, iar, după ce acest capital a fost consumat, ieşirea din branşă este inevitabilă. Producerea de monedă în mari cantități de către o bancă privată nu poate fi, deci, concepută, decât dacă valoarea netă a profitului „excepțional" (în sensul că nu poate fi obținut decât o singură dată) este pozitivă. O asemenea practică nu poate fi, aşadar, adoptată ca linie de conduită constantă, deoarece presupune că randamentul producției de monedă este foarte ridicat, iar costul capitalului de încredere este foarte scăzut. Or, dacă randamentul depinde de numărul clienților, iar acesta depinde, la rândul său, de capitalul investit, nu poate exista un capital mic şi un număr de clienți mare.

Rămâne posibilitatea realizării unei rate de creştere foarte înalte a cantității de monedă emise, în condițiile existenței unui număr mic de clienți. O asemenea situație este însă şi ea greu de conceput, deoarece presupune că cererea de credite din partea clienților băncii în cauză este aproape infinită. În plus, şi în acest caz, chiar dacă banca se angajează într-o asemenea strategie, clienții o pot oricând părăsi, pentru a se duce la concurență.

*

* *

Reconsiderarea problematicii ofertei de monedă prin prisma teoriei activității bancare libere (*Free Banking*) relevă importanța unor aspecte neglijate de abordarea ortodoxă şi totodată deschide perspective interesante de cercetare pentru viitor.

În primul rând, în modul acesta, se învederează necesitatea aprofundării abordării juridice a ofertei de monedă. Într-adevăr, tratarea problematicii ofertei de monedă în termeni de drepturi de proprietate permite evidențierea rolului disciplinator al concurenței dintre emitenții de monedă. În contextul respectiv, aspectele tehnice ale „produselor-monedă" apar ca fiind consecințe ale

eforturilor băncilor de a inventa noi tipuri de produse bancare, susceptibile a fi acceptate de piață; aspectele tehnice constituie totodată concretizări ale modului de definire a drepturilor contractuale în relațiile dintre bănci şi clienții lor. Interesul abordării juridice rezidă, aşadar, în posibilitatea depăşirii abordării descriptive a caracteristicilor „produselor-monedă".

În al doilea rând, teoria activității bancare libere (*Free Banking*) permite relansarea dezbaterii privind exogenitatea şi endogenitatea ofertei de monedă. Într-adevăr, în contextul acestei teorii, noțiunea de ofertă de monedă „endogenă" dobândeşte un nou înțeles: este vorba despre oferta de monedă determinată de piața „produselor-monedă". Cu alte cuvinte, este vorba despre o ofertă de monedă formată prin valorizarea drepturilor de proprietate şi a capitalului de încredere.

În al treilea rând, conținutul teoriei activității bancare libere (*Free Banking*) pare a fi foarte adecvat pentru analiza şi chiar anticiparea unor inovații monetare de ultimă oră, cum ar fi, ceea ce se numeşte „moneda electronică".

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

VII. PROCESUL DE TRANSMISIE

Procesul de transmisie a politicii monetare este procesul prin care deciziile de politică monetară exercită un anumit efect asupra economiei, în general, şi asupra nivelului preţurilor, în particular. Legăturile cauzale specifice prin care acţionează în mod obişnuit impulsurile create de politica monetară se numesc „canale de transmisie".

Descrierea şi analiza procesului de transmisie constituie un element esenţial al oricărei teorii monetare pertinente. De aceea, orice analiză de aceste gen se încadrează într-o concepţie teoretică generală cu privire la procesul macroeconomic şi la rolul monedei în economie. Însă, din motivele arătate pe larg în cap. I *supra*, nu există şi, probabil, nu va exista o singură teorie a fenomenelor economice, ci o pluralitate de teorii mai mult sau mai puţin integrate într-o viziune unitară asupra modului în care se desfăşoară viaţa economică. De aceea, în cele ce urmează ne vom limita la prezentarea celor mai importante canale de transmisie, fără a intra, deci, într-o analiză exhaustivă a legăturilor multiple — indirecte şi extrem de complexe — care există între acţiunile de politică monetară ale băncii centrale, pe de o parte, şi efectele manifestate în planul obiectivelor finale ale politicii macroeconomice (în principal, nivelul preţurilor), pe de altă parte.

O metodă frecvent folosită în literatură pentru prezentarea procesului de transmisie este „metoda cutiei negre", propusă de Mishkin[1]. Conform acestei metode, adoptate de un mare număr de autori, mai ales de cei de orientare monetaristă, analiza se limitează la evidenţierea legăturilor directe dintre oferta de monedă şi obiectivele finale ale politicii monetare, fără a intra în detaliile

[1] — Mishhkin F., *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, New York, Harper Collins, 1995, p. 656.

mecanismelor relaționale respective. Există însă și mulți autori, mai ales de orientare keynesiană, care preferă „modele structurale" mai detaliate.

În ceea ce ne privește, vom descrie următoarele patru canale majore de transmisie a impulsurilor monetare:

1) canalul evidențiat de teoria cantitativă — prețurile —, prin care se manifestă impactul direct al ofertei de monedă asupra cererii macroeconomice;

2) canalul ratei dobânzii (cererii agregate), prin care se transmit efectele exercitate de modificările structurii ratelor dobânzii asupra investițiilor și altor componente ale cererii agregate;

3) canalul anticipațiilor, prin care previziunile privind inflația se repercutează asupra negocierilor salariale;

4) canalul cursurilor de schimb, care funcționează în economiile deschise și dotate cu cursuri de schimb flexibile.

Precizăm că nu este necesar ca toate aceste mecanisme de transmisie să fie observate practic într-o anumită economie. Legăturile predominante, gradul lor de intensitate și, deci, eficacitatea relativă a diverselor canale depind de condițiile instituționale specifice, existente în economia avută în vedere, precum și de obiectivele politicii economice a băncii centrale din țara în cauză.

De asemenea, trebuie menționat că deși este extrem de importantă din punct de vedere teoretic și practic, cunoașterea procesului de transmisie este, dinr-o serie de motive, destul de limitată[1]. În primul rând, însăși modelele — teoretice și econometrice — utilizate pentru descrierea procesului de transmisie au anumite limite cognitive inerente, care fac ca între economiști să nu existe un consens cu privire la semnificația rezultatelor obținute cu ajutorul lor[2]. În al doilea rând, transmisia către economia reală a impulsului monetar al băncii centrale se face cu o serie de decalaje de timp (*lags*), a căror lungime diferă foarte mult de la o țară la alta, de la o etapă istorică la alta, în funcție de natura reacției implicate și de faza procesului de transmisie în care aceast decalaj se manifestă (decalaj fricțional, informațional, cognitiv, decizional, inerțial, intern, extern) ș.a.m.d. Pericolul care se naște de aici este ca măsurile de politică monetară concepute în scop contraciclic să aibă, de fapt, efecte prociclice. De exemplu, este posibil ca politica monetară adoptată în scopul stimulării activității economice în faza de recesiune să înceapă să își producă efectul doar

---

[1] — Blinder A., *Central Banking in Theory and Practice*, MIT Press, Mass., 1998.

[2] — Cerna S., *Banii și creditul în economiile contemporane*, ed. cit., vol. I, p. 325 și urm.

după ce economia a intrat în faza de relansare. Or, aceasta înseamnă că, în anumite condiții, o politică monetară discreționară poate deveni ea însăşi o importantă cauză independentă de instabilitate macroeconomică.

În concluzie, incertitudinile cu privire la efectele pe termen scurt ale politicii monetare limitează posibilitățile de reglare fină a procesului economic cu ajutorul mijloacelor specifice acestui tip de intervenție a statului în economie. Această concluzie este deosebit de importantă în contextul regulilor foarte complexe, elaborate pentru ceea ce se numeşte „strategia de țintire a inflației", aplicată în prezent de multe bănci centrale. Ea are însă şi o semnificație generală, având în vedere importanța pe care o acordă în prezent majoritatea băncilor centrale combaterii inflației.

1. Canalul prețurilor

Canalul prețurilor a fost evidențiat de teoria cantitativă clasică, al cărei principal obiect de studiu este influența pe care moneda o exercită asupra prețurilor. Teoria cantitativă constituie o descriere simplă, însă riguroasă a procesului de transmisie, fiind folosită adesea ca bază doctrinară pentru amintita „metodă a cutiei negre".

În forma clasică, această teorie a fost elaborată în epoca monedei metalice[1]. După cum am arătat în cap. III *supra*, trăsătura esențială a sistemelor monetare metalice (bimetalism, etalon aur-monede, etalon aur-bare etc.) este că moneda îmbracă forma monedei-marfă (aur sau argint). Aceasta face să nu existe problemele specifice procesului de formare a ofertei de monedă într-un sistem bancar cu două niveluri, prezentate în cap. IV *supra*, iar creşterea ofertei de monedă să se repercuteze în mod direct asupra creşterii cererii de mărfuri şi servicii.

În aceste condiții, relația macroeconomică prin care se exprimă esența procesului de transmisie în conformitate cu principiile teoriei cantitative este următoarea:

[1] — Se consideră că primul care a evidențiat relația care există între cantitatea de monedă şi nivelul prețurilor a fost J. Bodin (1530-1596). (Cf. Schumpeter J., *History of Economic Analysis*, London, University of Chicago Press, 1954, p. 311).

$$PY^C = f(M) \quad (1)$$

unde:

PY^C — cererea macroeconomică nominală;

M — oferta de monedă.

Relația (1) arată că mărimea nominală a cererii globale este determinată exclusiv de oferta de monedă.

Una din formalizările cele mai cunoscute ale teorie cantitative clasice este „ecuația schimbului" a lui I. Fisher:

$$M\overline{V} = PY \quad (2)$$

unde:

M — masa monetară,

$\overline{V}$ - viteza medie de circulație a monedei,

PY- valoarea nominală a tranzacțiilor (PIB),

Având în vedere relația (2), ecuația (1) poate fi adusă în forma:

$$Y^C = \frac{M}{P}\overline{V} \quad (3)$$

Pentru o mărime dată a ofertei de monedă:

$$M^O = M^C = M_0 \quad (4)$$

unde:

M^O – oferta de monedă,

M^C — cererea de monedă,

M_0 — mărimea dată,

se obține următoarea ecuație a cererii macroeconomice:

$$Y^C = \frac{M_0}{P}\overline{V} \quad (5)$$

BCU ASCENTRALUNIVERSITY LIBRARY

Legătura de proporționalitate directă dintre modificările ofertei de monedă și nivelul prețurilor poate fi evidențiată prin combinarea hiperbolei (5) cu una din curbele ofertei de monedă prezentate în cap. V, §3 *supra* (figura nr. 1).

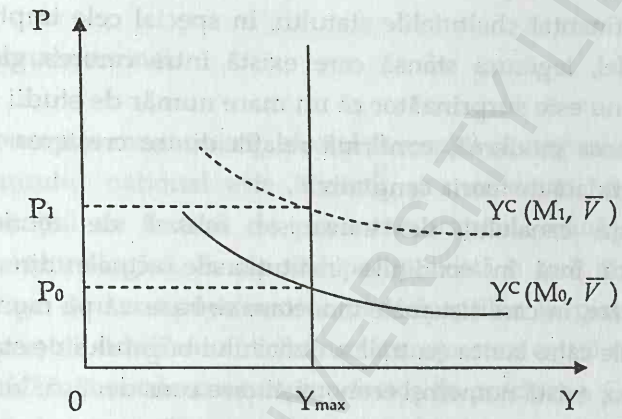


Fig. nr. 1: Mecanismul de transmisie în teoria cantitativă clasică

După cum rezultă din figura de mai sus, pentru o ofertă de monedă dată, M_0, există un nivel al prețurilor, P_0, pentru care cererea macroeconomică este egală cu oferta de bunuri corespunzătoare ocupării depline a mâinii de lucru, Y_{max}. Creșterea ofertei de monedă la nivelul M_1 determină modificarea poziției curbei cererii și creșterea prețurilor la nivelul P_1.

Teoria cantitativă evidențiază, așadar, un mecanism de transmisie foarte simplu, în care creșterea ofertei de monedă se repercutează în mod direct asupra cererii globale. Este evident că descrierea pe care teoria cantitativă o face procesului de transmisie constituie o reprezentare corectă a realității în condițiile în care cererea macroeconomică este determinată exclusiv de modificările ofertei de monedă, iar de ceilalți factori determinanți, cum ar fi, venitul real sau nivelul ratei dobânzii, se face abstracție. Însă, în epoca care moneda era confecționată din aur sau argint, iar în lume aveau încă loc noi descoperiri de zăcăminte de metale prețioase, descrierea respectivă a fost, fără îndoială, corectă.

Canalul de transmisie direct asupra cererii solvabile există și în sistemele monetare bazate pe moneda-simbol. Astfel, acest canal se manifestă cu claritate în cazul în care statul își acoperă cheltuielile prin împrumuturi de la banca

centrală. Într-adevăr, în această situație, banca centrală emite „monedă primară", ceea ce, conform ecuației (32) din cap. V *supra*, determină creşterea ofertei de monedă cu acelaşi ordin de mărime cu care cresc cheltuieilile statului. Relația respectivă este bine cunoscută şi nu necesită alte comentarii.

De fapt, toate perioadele de inflație majoră au fost cele în care banca centrală a finanțat cheltuielile statului, în special cele implicate de război. Se relevă, astfel, legătura stânsă care există între cererea globală şi oferta de monedă şi nu este surprinzător că un mare număr de studii empirice, efectuate în toată epoca modernă, confirmă relația dintre creşterea masei monetare şi inflație postulată de teoria cantitativă[1].

Existența canalului de transmisie relevat de teoria cantitativă este problematică însă în condițiile instituționale actuale din majoritatea țărilor industrializate, în care sistemele monetare se bazează pe moneda•scripturală, iar finanțarea de către banca centrală a deficitului bugetului de stat este interzisă. Cu toate acestea, există numeroşi economişti care consideră că, într-o anumită formă, mecanismul respectiv funcționează şi în economiile contemporane.

Astfel, autorii monetarişti (M. Friedman, A. Schwartz, P. Cagan, E. Phelps, K. Brunner, A. Meltzer, D. Laidler, H. Johnson etc.) consideră că orice creştere a ofertei de monedă din partea sistemului bancar se adaugă la capacitatea de cumpărare deja existentă a agenților economici, determinând creşterea cheltuielilor acestora. Ca urmare, consumul şi investițiile vor creşte în aceiaşi proporție, chiar dacă se admite că, momentan, datorită scăderii ratei dobânzii, investițiile vor fi cele care vor demara primele. Consecința este creşterea prețurilor, ceea ce face ca rata reală a dobânzii să revină rapid la nivelul său anterior.

Schematic, descrierea monetaristă a procesului de transmisie poate fi reprezentată ca în fig. nr. 2:

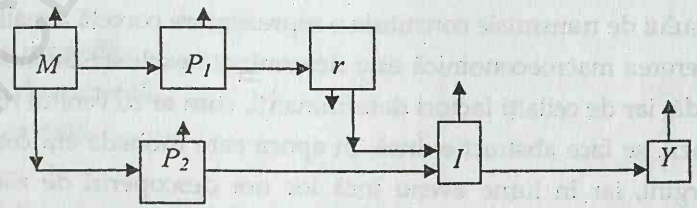


Fig. nr. 2: Schema monetaristă a procesului de transmisie

[1] — Gerlach S., *Testing the Quantity Theory using Long – Run Averaged Cross – Country Data*, BIS Working Paper, 31, 1995.

În schema de mai sus, notațiile au următoarea semnificație:
M — oferta de monedă;
P_1 – prețurilor activelor financiare;
P_2 – prețurile bunurilor;
r — rata dobânzii;
I — investițiile;
Y — venitul național nominal.

Rezultă că, în concepția monetaristă, efectul favorabil al creşterii ofertei de monedă asupra venitului național este aparent şi momentan. Acest efect depinde în mod esențial de factorii de producție (capital, mână de lucru, resurse) şi de starea tehnologică. Pe de altă parte, există o rată a şomajului naturală, care decurge din comportamentul participanților la piața muncii, deoarece există un preț de echilibru al acestei piețe, aşa cum există un preț de echilibru pe piața oricărui bun de consum sau factor de producție. Ca urmare, creşterea cererii globale, asociată cu creşterea ofertei de monedă, mai rapid decât creşterea potențialului economiei, nu poate fi decât un factor de inflație.

Aceast rezultat explică insistența monetariştilor asupra influenței favorabile pe care o exercită asupra economiei o politică de creştere regulată şi anunțată a masei monetare, menită să diminueze anticipațiile inflaționiste ale agenților economici.

O variantă a modelului monetarist decurge din aşa-numitul „efect-avere". Conform acestui concept, modificarea cantității de monedă şi a ratei dobânzii acționează asupra averii agenților economici, fie prin faptul că moneda este ea însăşi un activ, fie prin faptul că modificarea ratei dobânzii modifică valoarea tuturor activelor financiare. Se formulează ipoteza că agenții economici încercă să mențină un anumit nivel al averilor lor, iar, ca urmare, se conchide că, sub influența factorului monetar, ei vor cheltui surplusul de monedă care le-a apărut, ori, dimpotrivă, din cauza reducerii patrimoniului lor, îşi vor reduce cheltuielile.

Concepția cantitativă clasică cu privire la mecanismul de transmisie este adoptată, de asemenea, în unele abordări teoretice foarte recente. De exemplu, aşa-numitele „modele cu generații imbricate" (*overlapping generations models*[1]) demonstrează că rata de creştere economică echilibrată, corespunzătoare

[1] — Blanchard O., Fischer S., *Lectures on Macroeconomics*, Cambridge, Mass., MIT Press, 1989, p. 169.

ocupării depline a mâinii de lucru, nu constituie o mărime obiectivă, formată în economia reală şi care se impune ca atare economiei monetare.

Ca urmare, relaţia:

$$\dot{P} = \dot{M} - n \tag{6}$$

este un caz particular, chiar şi din punct de vedere teoretic. Însă, în toate celelalte cazuri, influenţa monedei asupra creşterii economice, într-adevăr, se manifestă.

În relaţia (8), s-au folosit următoarele notaţii:

$\dot{P}$ - rata de creştere a nivelului general al preţurilor (rata inflaţiei);

$\dot{M}$ - rata de creştere a ofertei de monedă;

n - rata de creştere economică echilibrată, corespunzătoare ocupării depline a mâinii de lucru.

Din motive pe care nu le discutăm aici, în literatura recentă, se consideră că „modelele cu generaţii imbricate" sunt adecvate mai ales pentru descrierea procesului de transmisie monetară din ţările industrializate foarte dezvoltate[1].

În pofida simplificărilor pe care le operează şi a faptului că procesul de transmisie pe care îl descrie este utilizat adesea doar sub forma „metodei cutiei negre", teoria cantitativă continuă să joace un rol important în politica macroeconomică. Principalele sale domenii de aplicare sunt:

1) strategiile de politică monetară pe termen mediu;

2) programele de stabilizare macroeconomică din ţările cu inflaţie ridicată.

Astfel, deoarece se bazează pe concepţia neoclasică, teoria cantitativă nu este adecvată pentru analiza şocurilor pe care le suferă cererea şi oferta agregată. Această teorie constituie însă o bază teoretică acceptabilă pentru politica monetară pe termen mediu, orientată spre menţinerea sau redobândirea neutralităţii factorului monetar. Strategia de politică monetară cea mai cunoscută, derivată din teoria cantitativă, este „ţintirea agregatelor monetare".

De asemenea, deoarece se bazează pe ipoteza neutralităţii monedei, teoria cantitativă permite descrierea costurilor pe care le implică o inflaţie ridicată.

---

[1] — Hoover K., *Commentary*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 77, 3, 1995, p. 26-32; Meltzer A., *Information, Sticky Prices and Macroeconomic Foundations*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 77, 3, 1995, p. 101-118.

După cum am arătat, teoria cantitativă oferă o foarte bună explicație procesului inflaționist declanşat de finanțarea de către guvern a cheltuielilor sale prin împrumuturi de la banca centrală. Ca urmare, această teorie permite calculul nivelului maxim al deficitului bugetar compatibil cu stabilitatea prețurilor şi, de aceea, poate fi folosită pentru fundamentarea teoretică a programului de stabilizare macroeconomică menit să pună capăt fenomenului amintit.

În acest scop, teoria cantitativă trebuie reformulată în termeni de rate de creştere:

$$\hat{M}^* = \hat{Y} + \pi^* - \hat{V} \qquad (7)$$

unde:

$\hat{M}^*$ - ținta privind rata de creştere a masei monetare;

$\hat{Y}$ - rata de creştere prevăzută a venitului național;

π^* - ținta privind inflația;

$\hat{V}$ - viteza de circulație a monedei prevăzută.

Cu ajutorul „multiplicatorului", ținta privind rata de creştere a masei monetare poate fi exprimată ca o țintă privind rata de creştere a „bazei monetare":

$$\hat{M}^* = \hat{B}^* + \hat{k} \qquad (8)$$

unde, pe lângă notațiile anterioare:

$\hat{B}^*$ - ținta privind rata de creştere a „bazei monetare";

$\hat{k}$ — valoarea prevăzută a „multiplicatorului".

Pentru o valoare constantă a „multiplicatorului", k, rata de creştere a masei monetare şi cea a „bazei monetare" sunt identice. Având în vedere că, prin definiție, există relația:

$$\hat{B}^* = \frac{\Delta B^*}{B} \qquad (9)$$

se poate calcula modificarea absolută a „bazei monetare", ΔB^*, compatibilă cu stabilitatea prețurilor.

Pe baza celor arătate în cap. V, §2.5 *supra*, această modificare este dată de relația:

B.C.U. „M. EMINESCU" IAŞI

$$\Delta B = \Delta PN_{BC/E} + \Delta PN_{BC/G} + \Delta PN_{BC/B} - \Delta BAL_{CB/OAL} \quad (10)$$

unde:

$\Delta PN_{BC/E}$ - poziția valutară netă a băncii centrale;

$\Delta PN_{BC/G}$ - soldul creanțelor şi angajamentelor băncii centrale față de guvern;

$\Delta PN_{BC/B}$ - soldul creanțelor şi angajamentelor băncii centrale față de băncile comerciale;

$\Delta BAL_{CB/OAL}$ - soldul altor creanțe şi angajamente ale băncii centrale.

Cunoscând valoarea estimată a variabilelor $\Delta PN_{BC/E}$, $\Delta PN_{BC/B}$ şi $\Delta BAL_{CB/OAL}$, se poate calcula creşterea deficitului bugetar, $\Delta PN_{BC/G}$, care poate fi finanțat neinflaționist de banca centrală.

Acestă modalitate de fundamentare este utilizată, de exemplu, de FMI pentru programele de stabilizare pe care le susține în țările membre în care există o inflație ridicată. Deşi o asemenea abordare se bazează pe unele ipoteze discutabile, dintre care cele mai arbitrare sunt cele referitoare la viteza de circulație a monedei şi la soldul creanțelor şi datoriilor externe ale băncii centrale, este cert că, pentru succesul unui program de deflație, este absolut necesar ca finanțarea de către banca centrală a deficitului bugetar să fie limitată. Căci, în caz contrar, banca centrală nu este în măsură să controleze propriile obiective operaționale.

2. Canalul ratei dobânzii

Spre deosebire de procesul de transmisie decris de teoria cantitativă, care se manifestă numai în anumite condiții foarte specifice, canalul reprezentat de rata dobânzii constituie elementul esențial al prezentărilor standard ale politicii monetare. De aceea, majoritatea studiilor teoretice[1] sau empirice[2] recente cuprind ample analize ale transmisiei monetare declanşate de modificarea ratei (nominale sau reale) a dobânzii, ori de modificarea structurii ratelor dobânzii.

---

[1] — De ex., Walsh C., *Monetary Theory and Policy*, Cambridge, Mass., MIT Press, 1998.

[2] — Taylor J., *The Monetary Transmission Process: An Empirical Framework*, Journal of Economic Perspectives, 9, 4, 1995, p. 11-26.

2.1. Modelul general al canalului ratei dobînzii

Modelul general al canalului ratei dobînzii este, în principiu, în concordanță cu concluziile amintitului *„Raport Radcliffe"*, publicat în 1959, care recomandă autorităților să aibă în vedere în politica monetară mai degrabă structura ratelor dobânzii, decât oferta de monedă[1].

Analizând modelele macroeconomice utilizate de principalele bănci centrale ale lumii patru decenii mai târziu, un studiu publicat sub egida Băncii Reglementelor Intrenationale ajunge la concluzia că, în majoritatea cazurilor, aceste modele reflectă în principal canalul ratei dobânzii[2].

Modelul fundamental utilizat pentru descrierea acestei variante a procesului de transmisie a fost construit de L. Svensson[3]:

$$y_{t+1} = \beta_1 y_t - \beta_2 (i_t - \pi_t) + \beta_3 x_t + \eta_{t+1} \qquad (11)$$

unde:

y_t - producția reală (log) (potențială), care este țintită cu ajutorul ratei (reale) a dobânzii, i_t, cu un decalaj de un an;

x_t - variabilă exogenă;

η_t - şocul în anul t, care este necunoscut în anul $t-1$;

β_2 - coeficient pozitiv (ceilalți coeficienți sunt presupuşi nenegativi);

$\beta_1 > 1$.

Operând câteva modificări specificate, G. Rudebusch[4] ajunge, într-o lucrare recentă, la următoarea formă econometrică a modelului procesului de transmisie prin canalul ratei dobânzii:

$$y_t = 1{,}15 y_{t-1} - 0{,}27 y_{t-2} - 0{,}9 (i_{t-1} - \pi^a_{t-1}) + \eta_t \qquad (12)$$

---

[1] — *Radcliffe Report*, ed. cit., p. 397.

[2] — Smets F., *Central Macroeconometric Models and Monetary Policy Transmision Mechanism*, în: Bank for International Settlements (BIS), (ed.), *Financial Structure and the Monetary Policy Transmission Mechanism*, Basle, BIS, 1995, p. 225-256.

[3] — Svensson L., *Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets*, European Economic Review, 41, 6, 1997, p. 1.111-1.146.

[4] — Rudebusch G., *Assessing Nominal Income Rules for Monetary Policy with Model and Data Uncertainty*, ECB Working Paper, 14, 2000.

Se observă că în ecuația (12) apare rata inflației anticipate, π^a_{t-1}, în locul ratei actuale a inflației, π_t.

2.2. Modelul *IS-LM* ca descriere a impactului direct al ratei dobânzii

Impactul direct al ratei dobânzii poate fi evidențiat cu ajutorul modelului „IS-LM", care reflectă concepția keynesiană despre procesul de transmisie a politicii monetare[1].

Această concepție poate fi redată prin schema din fig. nr. 3:

Fig. nr. 3: Schema keynesiană a procesului de transmisie

unde

M — oferta de monedă;

r — rata reală a dobânzii;

I — investițiile;

Y — venitul național nominal.

Conform schemei din figura nr. 3, creşterea ofertei de monedă, M, determină scăderea ratei reale a dobânzii, r, ceea ce echivalează cu o reducere a costului capitalului; aceasta duce la creşterea cheltuielilor de investiții, I, care, la rândul său, determină creşterea cererii globale şi, deci, creşterea producției şi a venitului național, Y.

Inițial, Keynes a prezentat acest canal ca fiind constituit în principal de deciziile de investiții ale intreprinderilor. Studiile ulterioare au arătat că deciziile populației privind cumpărarea de bunuri de folosință îndelungată şi cele privind cumpărarea sau construirea de locuințe se aseamănă cu deciziile de investiții. Ca urmare, schema din fig. nr. 3 poate fi aplicată şi unor cheltuieli de consum; în acest

---

[1] — Modelul *IS-LM*, construit de J. R. Hicks, constituie o expunere concentrată a teoriei keynesiene, care, datorită clarității sale, precum şi a faptului că este prezentată adesea în manualele de economie, este mult mai bine cunoscută decât însuşi textul lui Keynes. Pentru o prezentare mai amplă a acestui model, a se vedea şi lucrarea autorului: *Banii şi creditul în economiile contemporane*, ed. cit., vol. II, p. 55-64.

caz, variabila *I* reprezintă cheltuielile pentru cumpărarea de bunuri de folosință îndelungată și pentru cumpărarea sau construirea de locuințe.

O caracteristică importantă a canalului dobânzii este că factorul de influență asupra comportamentului intreprinderilor și consumatorilor este mai degrabă dobânda reală, decât dobânda nominală. Pe de altă parte, factorul cu incidență majoră asupra cheltuielilor de investiții este considerat rata reală a dobânzii pe termen lung, nu pe termen scurt. De aceea, s-a pus problema modului în care o modificare a ratei nominale a dobânzii pe termen scurt, care ea este cea care poate fi provocată de banca centrală, determină modificarea corespunzătoare a ratei reale a dobânzii pe termen lung.

Legătura a fost explicată prin rigiditatea prețurilor, care, după cum se știe, constituie un postulat esențial al teoriei economice keynesiene. Într-adevăr, în condițiile unor prețuri fixe sau care încă nu s-au modificat, scăderea ratei nominale a dobânzii pe termen scurt determină reducerea ratei reale a dobânzii pe termen scurt, ceea ce, la rândul său, antrenează scăderea ratei reale a dobânzii pe termen lung.

Această legătură este confirmată, de altfel, de teoria modernă a anticipațiilor raționale, după care rata dobânzii pe termen lung este un predictor al ratelor dobânzii pe termen scurt viitoare. Or, aceasta înseamnă că legătura este valabilă și în sens invers: o scădere a ratei reale a dobânzii pe termen scurt antrenează o reducere a ratei reale a dobânzii pe termen lung[1].

Scăderea ratelor reale ale dobânzii (pe termen scurt și pe termen lung) determină creșterea investițiilor în mijloace fixe ale intreprinderilor, augmentarea investițiilor imobiliare, a cheltuielilor pentru cumpărarea bunurilor de folosință îndelungată, pentru constituirea de stocuri etc. — toate acestea antrenând, la rândul lor, creșterea producției.

Faptul că elementul care influențează cheltuielile de genul celor menționate este rata reală a dobânzii, nu rata nominală, explică eficacitatea politicii monetare în stimularea economiei, chiar și atunci când rata nominală a dobânzii este zero, așa cum se întâmplă în economiile aflate într-o puternică deflație („capcana monetară" — în limbaj keynesian). În acest caz, creșterea ofertei de monedă determină creșterea nivelului anticipat al prețurilor, P^a, și, deci, creșterea ratei anticipate a inflației, π^a, ceea ce duce la reducerea ratei reale a dobânzii,

[1] — Se poate demonstra că rata pe termen lung este media geometrică a ratelor pe termen scurt observate până în momentul respectiv și a ratelor pe termen lung anticipate pentru toate perioadele viitoare, rămase până la sfârșitul intervalului de timp pentru care a fost definită rata pe termen lung respectivă. (Cerna S., *Moneda și teoria monetară*, ed. cit., vol. I, p. 198-199).

chiar dacă rata nominală a dobânzii rămâne nemodificată la nivelul zero; în consecință, are loc creşterea cheltuielilor şi a producției.

În acest caz, schema canalului ratei dobânzii este, aşadar, următoarea:

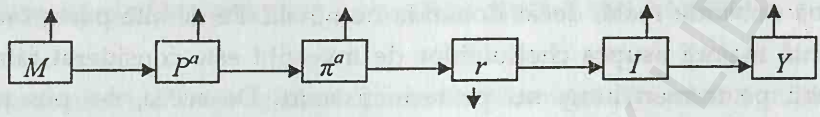


Fig. nr. 4: Rata reală a dobânzii în procesul de transmisie

Schema de mai sus relevă că politica monetară poate continua să fie eficace, chiar dacă autoritățile au adus deja rata nominală a dobânzii la nivele foarte scăzute. De aceea, catena respectivă ocupă un loc important în analizele lui M. Friedman şi ale celorlalți monetariști referitoare la situația economiei americane în ajunul şi în timpul marii crize economice din anii '29-'30, şi, respectiv, la rolul pe care l-ar fi putut juca politica monetară în prevenirea acestei crize. Potrivit analizelor respective, economia americană nu ajunsese în faza de „capcană monetară", iar o politică monetară expansionistă ar fi putut evita căderea producției.

În România, un studiu econometric, publicat recent sub egida BNR, arată că, deocamdată, canalul ratei dobânzii funcționează, se pare, prin intermediul ratei nominale a dobânzii, nu a ratei reale[1].

2.3. Canalul prețurilor altor active

Una din principalele obiecții ale monetariştilor față de utilizarea modelului *IS-LM* în analiza procesului de transmisie este că modelul respectiv ține seama de prețul unui singur activ: rata dobânzii[2].

În ceea ce îi priveşte, monetariştii relevă că prețurile relative ale altor active decât titlurile reprezentând datorii pe termen scurt sau lung (acțiunile, valutele etc.) constituie, de asemenea, canale importante de transmisie a efectelor politicii monetare.

---

[1] — Antohi D., Udrea I., Braun H., *Mecanismul de transmisie a politicii monetare în România*, Caiete de studii BNR, 13, 2003, p.24.

[2] — Meltzer A., *Monetary, Credit (and Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective*, Journal of Economic Perspectives, 9, 1995, p. 49-72.

Ideea este împărtăşită, de altfel, şi de către unii autori keynesieni, precum F. Modigliani[1], care include în modelul său macroeconomic şi variaţiile preţurilor altor active decât titlurile cu venit fix (obligaţiunile).

2.3.1. Coeficientul „q"

Procesul de transmisie a politicii monetare prin intermediul variaţiilor cursurilor acţiunilor este cunoscut sub numele de „coeficient *q*". Această expresie a fost introdusă în analiza monetară de J. Tobin[2].

Prin definiţie, *„coeficientul q" este raportul dintre valoarea de piaţă a întreprinderii şi costul reînoirii capitalului său fix*:

$$q = \frac{V_p}{C_K} \tag{13}$$

unde:

V_p – valoarea bursieră a intreprinderii;

C_K – costul înlocuirii capitalui fix.

Se demonstrează că relaţia de definiţie (13) poate fi adusă în forma:

$$q = \frac{i_n}{i} \tag{14}$$

unde:

i_n — rata naturală a dobânzii;

i — rata nominală (monetară) a dobânzii.

În cazul în care q este mare, valoarea bursieră a intreprinderii este ridicată în raport cu costul reînoirii capitalului, iar noile investiţii productive sunt puţin oneroase în raport cu cumpărarea de acţiuni ale intreprinderilor existente. Intreprinderile pot, deci, emite acţiuni cu un preţ (curs) ridicat faţă de costul investiţiilor pe care le realizează. În consecinţă, cheltuielile de investiţii vor

---

[1] — Modigliani F., *Monetary Policy and Consumption*, în: *Consumer Spending and Monetary Policy: The Linkages*, Federal Reserve Bank of Boston, Boston, 1971, p. 9-84.

Pentru o prezentare a modelului Modigliani, a se vedea şi lucrarea autorului: *Banii şi creditul în economiile contemporane*, ed. cit., vol. II, p. 64-69.

[2] — Tobin J., *A General Equilibrium Approach to Monetary Theory*, ed. cit., p.15-29.

creşte, deoarece intreprinderile pot cumpăra mai multe maşini, utilaje etc., cu fondurile pe care le obţin prin emiterea de noi acţiuni.

Invers, în cazul în care „q" este mic: intreprinderile nu vor încerca să achiziţioneze noi maşini, utilaje etc., deoarce valoarea lor bursieră este redusă în raport cu costul capitalului. În acest caz, o intreprindere care doreşte să-şi procure echipament va încerca să cumpere la preţul avantajos existent pe piaţă o altă intreprindere, sporindu-şi astfel propriul capital pe seama capitalului existent în ecconomie, nu a investiţiilor. Cheltuielile de investiţii vor fi, deci, reduse ca volum.

Existenţa unei legături între coficientul q şi cheltuielile de investiţii se află în prezent în centrul a numeroase dezbateri. Independent de rezultatele testelor empirice care au ca obiect măsurarea intensităţii acestei legături, este clar că politica monetară este implicată, deoarece deciziile băncii centrale sunt susceptibile să influenţeze preţul (cursul) acţiunilor. Într-devăr, în cazul în care oferta de monedă creşte, agenţii economici vor ajunge în situaţia să deţină stocuri de monedă mai mari decât cantităţile de monedă pe care doresc să le deţină şi, deci, vor încerca să-şi reducă această lichiditate excesivă prin diminuarea încasărilor şi sporirea cheltuielilor pe care le fac. Or, piaţa bursieră oferă agenţilor economici posibilitatea de a cheltui surplusul respectiv de lichidităţi, ceea ce duce la creşterea cererii de acţiuni şi, deci, la creşterea cursurilor activelor financiare, P_a.

Potrivit unei alte interpretări, de inspiraţie keynesiană, care duce însă la aceiaşi concluzie, creşterea ofertei de monedă determină reducerea ratei dobânzii; acestă reducere a ratei dobânzii determină diminuarea atractivităţii obligaţiunilor în raport cu acţiunile şi, deci, creşterea cursurilor acestora din urmă.

În consecinţă, conform ambelor interpretări, are loc creşterea coeficientului „q", ceea ce antrenează creşterea cheltuielilor de investiţii şi a producţiei.

Schema procesului de transmisie este, aşadar, următoarea:

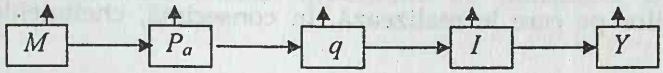


Fig. nr. 5: Coeficientul „q" în procesul de transmisie

2.3.2. Canalul averii

Un alt canal de transmisie legat de cursurile acțiunilor acționează prin intermediul influenței pe care factorul „avere" o exercită asupra consumului. Această influență a fost evidențiată îndeosebi de F. Modigliani[1], care a extins conceptul de „venit permanent", introdus de M. Friedman[2], la orizontul de timp reprezentat de „ciclul de viață" al agenților economici.

Modelul construit de Modigliani este utilizat, într-o versiune econometrică adaptată, de Sistemul Rezervelor Federale din SUA.

Potrivit acestui model, cheltuielile de consum sunt determinate de resursele de care beneficiază consumatorii pe durata întregului lor „ciclu de viață" (avere materială, avere umană — în sensul lui Friedman[3] şi avere financiară).

Acțiunile sunt o componentă importantă a averii financiare, iar în cazul în care prețurile (cursurile) acțiunilor cresc, valoarea patrimoniului financiar sporeşte. În consecință, se majorează resursele totale, aferente întregului „ciclu de viață" al consumatorilor şi, deci, creşte mărimea consumului acestora.

Deoarece o creştere a ofertei de monedă poate antrena creşterea cursurilor acțiunilor, P_a, înseamnă că există următorul mecanism de transmisie a politicii monetare:

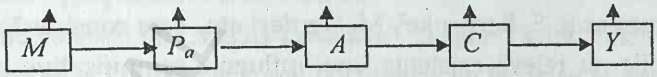


Fig. nr. 6: Influența averii asupra consumului

2.3.3. Canalul prețurilor caselor şi terenurilor

Cele două mecanisme de transmisie descrise mai sus — coeficientul „q" şi „efectul avere" — se bazează pe o definiție generală a capitalului, iar, ca urmare, se manifestă inclusiv în cazul unor forme particulare de capital, cum ar fi, casele şi terenurile. Într-adevăr, o creştere a prețurilor caselor majorează valoarea lor

---

[1] — Modigliani F., Brumberg R., *Utility Analysis and Consumption Function, An Interpretation of the Cross-Sectors Data*, în: Kurihava K., (ed.), *Post Keynesian Economics*, N. J. Rutgers University Press, 1954; Modigliani F., Ando A., *The Life Cycle Hypothesis of Saving: An Aggregate Implications and Tests*, America Economic Review, March, 1963.

[2] — Friedman M., *A Theory of Consumption Function*, N. J. Princeton University Press, 1975; *The Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Results*, Occasional Papers, 68, 1959.

[3] — Capacitatea de a produce venituri în viitor.

de piață în raport cu costul construirii unei noi locuințe. Ca urmare, are loc creşterea coeficientului „*q*" în sectorul imobiliar rezidențial, ceea ce stimulează construcțiile, cu tot ceea ce decurge de aici pentru activitatea economică.

De asemenea, casele şi terenurile sunt elemente importante ale averii indivizilor; în cazul creşterii ofertei de monedă, prețurile acestor bunuri cresc, de unde creşterea averilor indivizilor şi, deci, creşterea mărimii consumului acestora.

Creşterea masei monetare, care determină — prin mecanismele descrise — creşterea prețurilor caselor şi ale terenurilor, duce, aşadar, şi pe această cale, la amplificarea cererii globale. În consecință, se poate spune că procesul de transmisie a politcii monetare se manifestă inclusiv prin intermediul prețurilor caselor şi ale terenurilor.

Impactul indirect al ratei dobânzii (*stock effects*) se manifestă prin intermediul influenței pe care valorea activului net o exercită asupra cheltuielilor de investiții şi a cererii şi ofertei globale[1].

Într-o excelentă sinteză a cercetărilor recente cu privire la canalul ratei dobânzii, J. Taylor[2] arată că întreaga experiență de până acum dovedeşte clar că ratele dobânzilor exercită un efect considerabil asupra cheltuielilor de consum şi de investiții, ceea ce face ca variațiile dobânzilor să constituie un puternic mecanism de transmisie a politicii monetare. Această poziție este contestată însă de unii autori, cum ar fi, S. Bernanke[3], M. Gertler[4] etc., care consideră că studiile empirice disponibile nu relevă existența unei influențe semnificative a ratei dobânzii, de unde necesitatea identificării altor canale de transmisie a politicii monetare.

Cu toate că este indubitabil că băncile centrale din principalele țări ale lumii utilizează canalul de transmisie a politicii monetare reprezentat de rata dobânzii, este dificil de estimat precis incidența factorului respectiv asupra dinamicii prețurilor.

În primul rând, canalele descrise de modelele ofertei de monedă prezentate în cap. V, §3 *supra*, combinate cu modelul *IS-LM*, sunt canale extrem de complexe, care nu se întâlnesc în toate economiile contemporane. Or, pentru a

---

[1] — A se vedea § 3.2., *infra*.

[2] — Taylor J., *The Monetary Transmission Process: An Empirical Framework*, ed. cit.

[3] — Bernanke S., *Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression*, American Economic Review, 6, 1983, p. 257-276; Bernanke S., Gertler M., *Inside the Black Box: the Credit Channel of Monetary Policy Transmission*, Journal of Economic Perspectives, 9, 1995, p.27-48.

[4] — Gertler M., *Financial Structure and Economic Activity: An Overview*, Journal of Money, Credit and Banking, 8, 1988, p. 559-588; Gertler M., Simon G., *Monetary Policy, Business Cycles and the Behavior of Small Manufacturing Firms*, Quarterly Journal of Economics, May, 1994, p. 309-340.

putea atinge un anumit nivel al ratei inflației cu ajutorul instrumentelor concepute pe baza acestor mecanisme, banca centrală trebuie să cunoască natura precisă a funcțiilor comportamentale și a decalajelor (*lags*) conținute în aceste modele. Mai mult, este necesară cunoașterea cu anticipație a posibilelor consecințe ale eventualelor șocuri, ceea ce este extrem de dificil, având în vedere amintita rețea complexă de interacțiuni economice.

În al doilea rând, legăturile descrise cu ajutorul acestor modele au un caracter eminamente static. Este adevărat că modelul *IS-LM*, de exemplu, poate fi dinamizat, însă această transformare implică numeroase simplificări, care îl fac puțin realist[1]. Elaborarea și aplicarea politicii monetare se confruntă însă cu necesitatea cunoașterii șocurilor care se produc în planul cererii și ofertei, a inflației etc., care toate sunt procese dinamice. Or, prin prisma cunoașterii acestor procese dinamice, modelele statice menționate au o utilitate limitată.

În aceste condiții, este greu de imaginat că, pentru a reduce treptat rata inflației, o bancă centrală utilizează exclusiv canalul ratei dobânzii. Din cauza amintitei complexități și a dificultăților cognitive și operaționale pe care această complexitate le crează, băncile centrale utilizează adesea anumite reguli empirice simple pentru a orienta și verifica efectele măsurilor pe care le adoptă, cum ar fi, amintita „regulă de aur" propusă de M. Friedman.

În general, regulile de acest tip („regula-Friedman", „regula-Taylor"[2] etc.) reflectă faptul că, pe termen mediu și lung, inflația este întotdeauna un fenomen monetar, ceea ce impune băncilor centrale să urmărească evoluțiile monetare astfel încât să poată sesiza din timp tendințele inflaționiste.

Totuși, rezultatele actuale obținute de o serie de bănci centrale în combaterea inflației sugerează că strategiile de politică monetară bazate pe rata dobânzii sunt în continuare valabile.

3. Canalele creditului

Insatisfacția față de modalitățile tradiționale de explicare a acțiunii politicii monetare a dus la apariția unei noi concepții cu privire la procesul de

[1] — McCallum B., *Monetary Economics*, New York, MacMillan, 1989.

[2] — Se referă la rata dobânzii pe termen scurt.

transmisie, care pune accent pe amintita noțiune de „informare asimetrică". Astfel, după articolul de pionerat deja citat al lui G. Akerlof[1], au fost elaborate numeroase modele teoretice bazate pe ipoteza informării asimetrice, care acoperă un mare număr de domenii: teoria consumatorului, teoria organizațiilor, teoria piețelor financiare etc. Cunoscute şi sub denumirea de „teoria delegării" (*Agency Theory*), modelele repective constituie o nouă interpretare a impactului economic al diverselor categorii de cheltuieli.

În materie de proces de transmisie, „teoria delegării" (*Agency Theory*) implică existența următoarelor trei canale:

1) canalul creditului bancar;
2) canalul activului net;
3) canalul averilor populației.

3.1. Canalul creditului bancar

O importantă modalitate de dezvoltare a modelului *IS-LM* este includerea în acest model a credilui bancar, care, în varianta inițială, nu era luat în considerare. Dintre reprezentanții acestei direcții de cercetare, îi amintim pe următorii: A. Kashyap[2], M. Gertler şi S. Gilchrist[3], S. Bernanke şi M. Gertler[4], S. Cecchetti[5], R. Hubbard[6] etc.

Canalul creditului bancar derivă din faptul că băncile joacă un rol specific în cadrul sistemului financiar. Aceasta, din cauza naturii instituției bancare, care face ca băncile să fie foarte bine plasate pentru a rezolva problemele de asimetrie informațională cu care se confruntă clienții. Ca urmare, dacă nu s-ar împrumuta de la bănci, anumiți agenți economici nu ar avea nici un fel de acces la resursele terților.

---

[1] — Akerlof G., *The Markets for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mecanism*, ed.cit.

[2] — Kashyap A., *The Lending Channel and European Monetary Union*, în: Collignon S., (ed.), *European Monetary Policy*, London, Pinter, 1997, p. 42-71.

[3] — Gertler M., Gilchrist S., *The Role of Credit Market Imperfections in the Monetary Transmission Mechanism: Arguments and Evidence*, Scandinavian Journal of Economics, 95, 1993, p. 43-46.

[4] — S. Bernanke S., Gertler M., *Inside the Black Box: the Credit Channel of Monetary Policy Transmission*, ed. cit.

[5] — Cecchetti S., *Distnguishing Theories of the Monetary Transmission Mechanism*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 77, 1995, p. 83-97.

[6] — Hubbard R., *Is There a „Credit Channel" for Monetary Policy?*, Federal Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 77, 1995, p. 63-74.

Deşi nu există o subsituabilitate perfectă între depozite şi celelalte resurse ale băncilor comerciale, canalul creditului bancar acționează în modul următor: creşterea „bazei monetare" determină creşterea volumului lichidităților existente în sistemul bancar comercial, a volumului depozitelor atrase şi a volumului creditelor acordate; având în vedere rolul specific al băncilor de creditori preferați ai anumitor categorii de agenți economici, această creştere a volumului creditelor bancare duce la creşterea cheltuielilor de investiții (şi, eventual, a cheltuielilor de consum).

Schematic, procesul de transmisie este, deci, următorul:

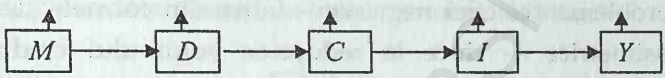


Fig. nr. 7: Canalul creditului bancar

unde, pe lângă notațiile anterioare:

D — depozite bancare;

C — credite bancare.

O consecință importantă a analizei de mai sus este că politica monetară are o incidență mai puternică asupra cheltuielile efectuate de intreprinderile mici, care depind mai mult de creditele bancare, decât asupra cheltuielilor marilor intreprinderi, care au acces direct la piața financiară, ocolind băncile.

Unele lucrări recente pun totuşi sub semnul întrebării rolul canalului creditului bancar, mai ales pentru cazul SUA[1].

De asemenea, după unele studii, la scară mondială, se manifestă un declin al activității de creditare tradiționale, de unde diminuarea eficacității canalului creditului bancar[2].

În România, conform studiului citat, apărut sub egida BNR, deşi se află într-un proces de refacere, canalul creditului continuă să fie subminat de existența unui excedent structural de lichiditate în sistemul bancar, de fenomenul de substituție a creditelor în lei cu cele denominate în valută, precum şi de manifestările de risc moral (*moral hazard*)[3].

---

[1] — Ramey V., *How Important is the Credit Channel for the Transmision of Monetary Policy?*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39, 1993, p. 1-45; Melzer A., op. cit.; etc.

[2] — Edwards F., Mishkin F., *The Decline of Traditional Banking: Implications for Financial Stability and Regulatory Policy*, Federal Reserve Bank of New York, Economic Review, 1-2, 1995, p. 27-45.

[3] — Antohi D., Udrea I., Braun H., *Mecanismul de transmisie a politicii monetare în România;* ed. cit., p. 24.

3.2. Canalul activului net

Canalul activului net decurge, de asemenea, din amintita problemă a informării asimetrice. Astfel, cu cât activul net al unei intreprinderi este mai mic, cu atât acordarea unui credit intreprinderii respective se confruntă cu mai multe riscuri şi cu o selecţie negativă mai intensă. Într-adevăr, un activ net redus înseamnă că creditorii dispun de o garanţie redusă pentru creditele acordate, în timp ce pierderile pe care le suferă din cauza selecţiei negative sunt mai mari. Ca urmare, diminuarea valorii activului net al intreprinderilor, care agravează problema selecţiei negative — una din formele de manifestare a informării asimetrice — duce la reducerea volumului creditelor destinate finanţării cheltuielilor de investiţii. Pe de altă parte, diminuarea valorii activului net determină agravarea problemei riscului moral (*moral hazard*) — cealaltă formă de manifestare a informării asimetrice —, deoarece reducerea valorii participaţiilor la capitalul intreprinderilor îi incită pe proprietari să se angajeze în proiecte de investiţii cu grad mai mare de risc. Or, deoarece prin ambele fenomene — intensificarea selecţiei negative şi creşterea riscului moral (*moral hazard*) — riscul de nerambursare a creditelor creşte, diminuarea valorii activului net al intreprinderilor determină o scădere a volumului creditelor acordate de bănci şi, deci, o reducere a cheltuielilor de investiţii.

În aceste condiţii, procesul de transmisie se desfăşoară în următoarele trei moduri:

a) Creşterea ofertei de monedă, care determină creşterea cursurilor acţiunilor în maniera descrisă în §2.2 *supra.*, duce la creşterea valorii activului net al intreprinderilor şi, deci, la creşterea cheltuielilor lor de investiţii şi, mai departe, la creşterea cererii şi ofertei globale. Aceasta, deoarece creşterea valorii activului net atenuează problemele de selecţie negativă şi de risc moral (*moral hazard*).

Schema acestui canal de transmisie prin intermediul activului net este, aşadar, următoarea:

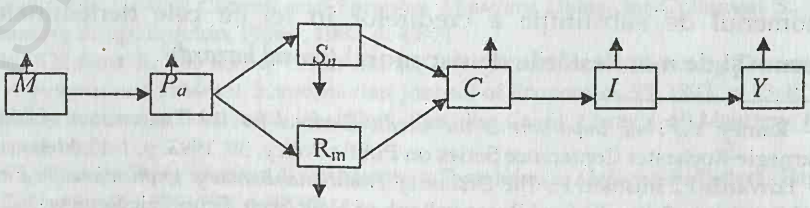


Fig. nr. 8: Canalul valorii activului net

unde:

P_a – preţurile (cursurile) acţiunilor;

S_n — selecţia negativă;

R_m — riscul moral.

b) Creşterea ofertei de monedă determină îmbunătăţirea situaţiei financiare a intreprinderii nu numai pe calea creşterii valorii activului său net, ci şi pe cea a creşterii veniturilor din exploatare, care atenuează, la rândul său, problemele de selecţie negativă şi de risc moral.

Există, deci, şi următorul canal de transmisie suplimentar:

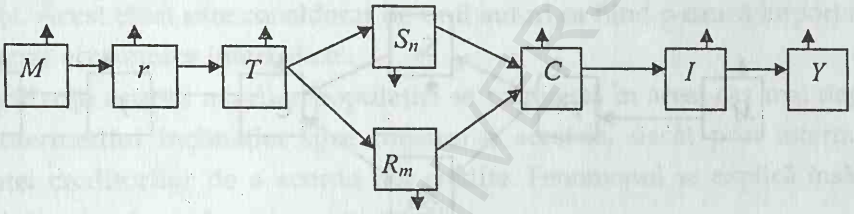


Fig. nr. 9: Canalul veniturilor

unde:

T — trezorerie.

Un mecanism de aceiaşi natură ţine de amintita practică a raţionalizării creditului[1]. După cum au demonstrat J. Stiglitz şi A. Weiss[2], raţionalizarea creditului agravează problemele de selecţie negativă şi de risc moral (*moral hazard*), fiind, deci, o formă de manifestare a informării asimetrice. Agravarea acestor probleme se produce din cauză că solicitatorii de credite cei mai insistenţi, dispuşi să plătească orice dobândă pentru a obţine împrumuturile respective, sunt cei care se află într-o situaţie precară sau se află angajaţi în proiecte de investiţii riscante. În consecinţă, creşterea ofertei de monedă, care nu numai că elimină necesitatea recurgerii la „raţionalizarea creditelor", ci determină şi scăderea ratei dobânzii, face ca ponderea debitorilor cu risc mic să crească în totalul beneficiarilor de credite; băncile şi ceilalţi intermediari financiari vor fi, deci, mai dispuşi să acorde credite, ceea ce duce la creşterea

[1] — A se vedea cap. V, §2.4.2 *supra*.

[2] — Stiglitz J., Weiss A., *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*, ed.cit.

investiţiilor şi a producţiei, conform secvenţelor din a doua parte a schemei din figura nr. 9.

c) Al treile canal legat de activul net se manifestă prin efectele pe care creşterea ofertei de monedă le are în general asupra preţurilor. Aceste efecte au fost prezentate pe larg în §2.1 *supra*, iar, ca urmare, nu mai revenim aici asupra lor. Dat fiind faptul că ratele scadente şi dobânzile aferente creditelor contractate de intreprinderi sunt stabilite în termeni nominali, o creştere neanticipată a preţurilor sporeşte valoarea activului net al intreprinderilor, ceea ce atenuează problemele de selecţie negativă şi de risc moral, suscitând o creştere a cheltuielilor de investiţii şi a producţiei globale.

Schema este, deci, următoarea:

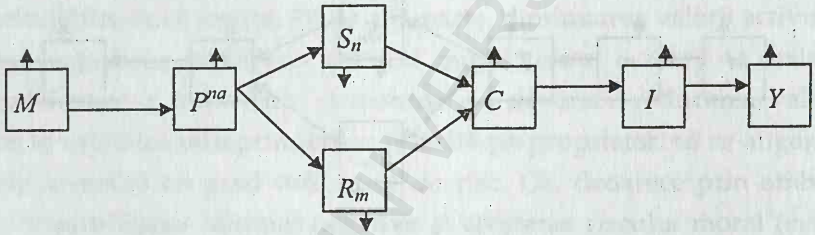


Fig. nr. 10: Canalul preţurilor

Teza că preţurile au o puternică incidenţă asupra cererii globale nu este, desigur, nouă în ştiinţa şi practica economică. Noutatea constă aici în ideea că, pe lângă canalul tradiţional, reprezentat de influenţa directă a preţurilor asupra cheltuielilor de consum şi, eventual, de investiţii, există şi un canal indirect, reprezentat de efectele pe care variaţiile preţurilor le au asupra valorii reale a datoriilor intreprinderilor şi că, în acest din urmă caz, este vorba nu despre toate genurile de mişcări de preţuri, ci numai despre cele neanticipate, P^{na}.

3.3. Efectele creditului asupra averilor populaţiei

Deşi majoritatea lucrărilor referitoare la canalul creditului se ocupă în principal de cheltuielile efectuate de intreprinderi, acest canal de transmisie se manifestă şi în cazul cheltuielilor de consum, în mod tipic în cel al cheltuielilor pentru cumpărarea de bunuri de folosinţă îndelungată şi de locuinţe.

Astfel, o reducere a volumului creditelor bancare, determinată de o înăsprire a politicii monetare, duce la reducerea cheltuielilor populației pentru cumpărarea de bunuri de folosință îndelungată şi de locuințe. Aceasta, deoarece populația nu are, de regulă, acces la alte segmente ale pieței creditului şi ale pieței financiare. De asemenea, creşterea ratei dobânzii provoacă o înrăutățire a situației patrimoniale a populației, având în vedere că creşterea dobânzii determină scăderea prețurilor (cursurilor) activelor cu venit fix (de exemplu, obligațiuni) deținute de aceasta.

O altă cale de acțiune a canalului creditului în cazul populației este amintitul efect pe care creşterea ofertei de monedă îl exercită asupra cheltuielilor pentru cumpărarea de bunuri de folosință îndelungată şi de locuințe. Acest efect este considerat de unii autori ca fiind o cauză importantă a marii crize economice interbelice[1].

Incidența asupra averilor populației se manifestă în acest caz mai degrabă prin intermediul înclinației spre consum a acesteia, decât prin intermediul tendinței creditorilor de a acorda noi credite. Fenomenul se explică însă prin acelaşi concept de „informare asimetrică".

Într-adevăr, din cauza informării asimetrice, bunurile de folosință îndelungată şi casele sunt active cu grad de lichiditate foarte redus. În cazul în care suferă un şoc în ceea ce priveşte veniturile, fiind nevoită să-şi vândă bunurile de folosință îndelungată sau locuințele pentru a-şi procura lichiditățile de care are nevoie, populația va înregistra, probabil, o pierdere importantă şi, deci nu îşi va putea reupera valoarea integrală a acestor bunuri vândute de urgență[2].

Spre deosebire de aceasta, în cazul activelor financiare deținute de populație (depozite bancare, acțiuni, obligațiuni etc.), aceasta poate vinde rapid şi fără dificultăți titlurile respective, la valoarea lor de piață integrală,

---

1 — Mishkin F., *The Household Balance Sheet and the Great Depression*, Journal of Economic History, 38, 4, 1978, p. 918-937.

2 — Cauza este aşa-zisul fenomen al „maşinilor vechi" descris de G. Akerlof în articolul citat. Selecția negativă se manifestă aici prin faptul că pe anumite piețe una din părțile participante este incapabilă să evalueze calitatea celeilalte părți, respectiv, calitatea bunului care constituie obiectul tranzacției, ceea ce face ca pe piețele respective să predomine participanți şi bunuri de calitate mediocră. Exemplul tipic este piața maşinilor de ocazie, unde toate automobilele de acelaşi tip şi, eventual, din acelaşi an de fabricație, se vând la acelaşi preț, deoarce cumpărătorul nu poate şti dinainte dacă o maşină este nouă sau veche. În consecință, prețul este mai redus, pentru a ține seama de acest risc.

recuperându-şi, astfel, fondurile în formă lichidă. În consecinţă, în ipoteza că anticipaţiile populaţiei cu privire la posibilitatea de a avea în viitor dificultăţi financiare se înrăutăţesc, ea este mai puţin interesată să deţină bunuri de folosinţă îndelungată sau imobile, care sunt puţin lichide, devenind interesată să deţină mai multe active financiare, care au o lichiditate superioară.

În ceea ce priveşte anticipaţiile populaţiei cu privire la posibilitatea de se confrunta în viitor cu dificultăţi financiare, acestea depind nu numai de mărimea averilor sale, ci şi de structura acestor averi. Mai precis, în cazul în care populaţia deţine o mare cantitate de active financiare, iar volumul datoriilor sale este mic, anticipaţiile sale vor fi optimiste şi, în consecinţă, ea va fi dispusă în mai mare măsură să achiziţioneze bunuri de folosinţă îndelungată sau case. Or, creşterea ofertei de monedă determină creşterea cursurilor activelor financiare, iar, ca urmare a faptului că are o poziţie financiară mai bună şi că estimează că probabilitatea de a se confrunta în viitor cu dificultăţi financiare este mai redusă, populaţia îşi va spori cheltuielile pentru cumpărarea de bunuri de folosinţă îndelungată sau de case.

Se ajunge, astfel, la un nou mecanism de transmisie a politicii monetare, care acţionează prin intermediul legăturii dintre volumul lichidităţilor din economie şi cursurile activelor financiare:

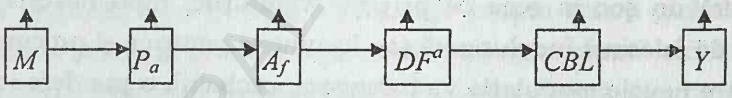


Fig. nr. 11: Canalul averilor populaţiei

unde, pe lângă notaţiile anterioare:

A_f — active financiare;

DF^a — dificultăţi financiare anticipate;

CBL — cheltuieli pentru cumpărarea de bunuri de folosinţă îndelungată şi locuinţe.

Rezultă că gradul de lichiditate redus al bunurilor de folosinţă îndelungată şi al imobilelor constituie cauza pentru care o contracţie a masei monetare, care determină creşterea ratei dobânzii şi, deci, reducerea valorii patrimoniului consumatorilor, antrenează reducerea cheltuielilor populaţiei pentru achiţionarea unor asemenea bunuri. O scădere a valorii averilor financiare ale

populației sporește probabilitatea ca aceasta să cunoască dificultăți financiare, ceea ce reduce înclinația sa de a deține bunuri de folosință îndelungată sau case; de aici, scăderea cheltuielilor aferente și, deci, reducerea volumului producției globale.

Se observă că deosebirea față de fenomenul descris cu ajutorul schemei din figura nr. 9 constă în faptul că scăderea cheltuielilor nu este provocată de reticența băncilor de a acorda credite populației, ci de diminuarea propensiunii de a cheltui a consumatorilor.

4. Canalul anticipațiilor

Elementul esențial al canalului de transmisie reprezentat de anticipații este constituit de anticipațiile privind inflația. Acest canal, prezentat adesea în literatură sub denumirea de „curba Phillips", este abordat în două moduri complet diferite.

Astfel, o serie de lucrări se concentrează asupra măsurilor de politică monetară susceptibile a fi utilizate pentru stimularea producției și a ocupării mâinii de lucru. Unele dintre studiile respective arată că pentru diminuarea ratei șomajului este suficientă realizarea nivelului adecvat al ratei inflației. Această abordare se caracterizează printr-o politică monetară activă, subordonată unor obiective pe termen scurt.

A doua abordare utilizează canalul anticipațiilor pentru a explica posibilitatea controlului relativ al ratei inflației de către banca centrală. În acest context dinamic, politica monetară se caracterizează printr-o orientare spre obiectivul pe termen mediu al asigurarii stabilității prețurilor.

Elementul esențial al canalului anticipațiilor este rigiditatea prețurilor, care este determinată, la rândul său, de rigiditatea salariilor nominale. Rolul crucial al anticipațiilor constă în faptul că iau în considerare în avans fixitatea prețurilor și salariilor, contribuind, la rândul lor, la asigurarea acestei stabilități.

4.1. Curba Phillips

În forma sa originală, „curba Phillips" a fost construită de economistul neozeelandez A. Phillips, care a observat legătura strânsă care există între rata şomajului şi dinamica salariului nominal[1].

Teoria sa poate fi formalizată astfel:

$$\Delta w_t = f(U_{t-1}) \qquad (15)$$
$$\frac{df}{dU_{t-1}} < 1$$

unde:

w_t — rata modificării salariului nominal (măsurată prin variația logaritmului salariului nominal, w) în perioada t față de perioada anterioară, t-1;

U_{t-1} — rata şomajului în perioada anterioară.

Relația (15) arată că salariul nominal, w_t, este determinat de situația pieței de muncă — sau, mai general — de situația ciclică a economiei. Între dinamica salariilor şi dinamica ocupării mâinii de lucru există o relație inversă şi neliniară, de tipul celei reprezentate în figura nr. 12. Această relație a fost verificată econometric pentru o lungă perioadă de timp, dovedindu-se suficient de stabilă pentru a fi considerată de numeroşi economişti o adevărată legitate.

Cu toate acestea, concentrându-se asupra salariului nominal, forma originală a „curbei Phillips" nu poate fi folosită ca atare pentru studiul dinamicii ratei inflației.

De aceea, în urma unei sugestii a lui R. Lipsey[2], economiştii americani P. Samuelson şi R. Solow[3] au generalizat această ecuație, asfel încât să exprime legătura care există între salariul nominal şi inflație.

Această nouă formă, cunoscută sub denumirea de „curba Phillips modificată", este următoarea:

---

[1] — Phillips A., *The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in United Kingdom, 1861-1957*, Economica, 25, 1958, p. 38-65.

[2] — Lipsey R., *The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in United Kingdom, 1861-1957: A Further Analysis*, Economica, 105, 1960, 1-37.

[3] — Samuelson P., Solow R., *Problem of Achieving and Maintaining a Stable Price Level: Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy*, American Economic Review, 50, 2, 1960, p. 177-194.

$$\Delta w_t = \lambda + \pi_t \tag{16}$$

unde, pe lângă notațiile anterioare:

λ — rata creşterii productivității;

π_t — rata inflației.

Relația (16) arată că rata creşterii salariului nominal, Δw_t, este egală cu suma dintre rata inflației, π_t, şi creşterea productivității, λ.

În ipoteza că creşterea productivității, λ, este constantă în timp, relația stabilă este cea dintre rata de creştere a salariului nominal şi rata inflației.

Introducând relația (16) în relația (15), se obține următoarea formă a „curbei Phillips modificate":

$$\pi_t = f(U_{t-1}) - \lambda \tag{17}$$

Se observă că factorul „productivitate", λ, influențează nivelul absolut al ratei inflației, nu însă şi ritmul reducerii acesteia. De exemplu, creşterea continuă a productivității muncii deplasează în jos şi spre stânga „curba Phillips modificată", însă nu afectează forma curbei respective (variația termenului liber, λ, lasă neschimbată derivata de ordinul întâi al funcției (17)).

Ecuația (17) arată că între inflație şi şomaj există, într-adevăr, o legătură inversă, ceea ce implică ideea că nu poate exista în acelaşi timp înflație şi şomaj. Astfel, după cum rezultă din figura nr. 12, punctul de intersecție al curbei cu axa absciselor reflectă situația în care rata inflației este egală cu zero; or, acestui nivel al inflației îi corespunde un nivel ridicat al ratei şomajului.

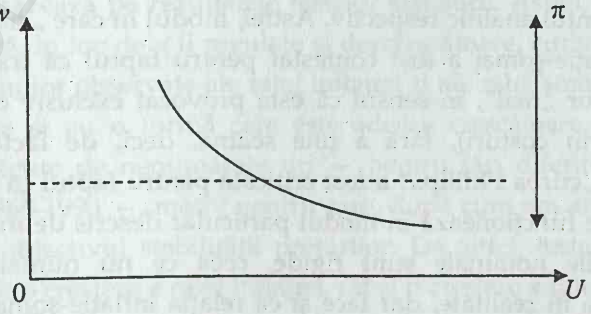


Fig. nr. 12: Curba Phillips

Pe de altă parte, panta negativă a curbei înseamnă că rata şomajului poate fi redusă prin acceptarea unei inflaţii pozitive: există, deci, o permanentă alegere ce trebuie făcută între inflaţie şi şomaj.

Această abordare a dominat dezbaterile teoretice şi strategiile de politică monetară adoptate de autorităţi în anii '60-'70.

Din punct de vedere ştiinţific, succesul amintit se explică prin faptul că perioada studiată de Phillips (1861-1957) s-a caracterizat printr-o inflaţie relativ moderată, ceea ce a contribuit la acreditarea ideii că inflaţia nu reprezintă un pericol. De asemenea, analiza respectivă a arătat că şomajul poate fi combătut printr-o reţetă care este nu numai simplă (acţiune printr-o singură variabilă: inflaţia), ci şi puţin costisitoare (şomajul este eliminat printr-o uşoară inflaţie). Prin această prismă, o inflaţie moderată apare ca fiind garantul ocupării depline a mâinii de lucru, ceea ce revine la a spune că o politică economică uşor inflaţionistă este suficientă pentru rezolvarea acestei grave probleme sociale care este şomajul.

Din punct de vedere practic, consecinţa acestei analize este adoptarea unei politici de tip *„stop and go"*: în perioadele în care şomajul este considerat prea ridicat, se aplică o politică de provocare a unei uşoare inflaţii, în scopul relansării economiei; începând cu momentul în care inflaţia devine, la rândul său, prea mare, se adoptă strategii de frânare a inflaţiei, care au însă ca efect creşterea şomajului; ş.a.m.d.

Concluzia este, deci, că politica economică poate să evite, printr-un reglaj fin (*fine tunning*), atât o inflaţie prea puternică, cât şi un şomajul prea ridicat.

Însă, în pofida presupuselor virtuţi ale acestei politici, „curba Phillips" a fost supusă în curând unor serioase critici.

O primă categorie de critici priveşte ipotezele pe care se bazează conceptul şi instrumentul analitic respectiv. Astfel, modul în care „curba Phillips" reflectă relaţia inflaţie-şomaj a fost contestat pentru faptul că tratează inflaţia ca un fenomen pur „real", în sensul că este provocat exclusiv de factorul „costuri" (inflaţia prin costuri), fără a ţine seama, deci, de factorul „monedă". De asemenea, „curba Phillips" a fost criticată pentru faptul că presupune o piaţă a muncii care funcţionează în modul particular descris de modelul keynesian, în care salariile nominale sunt rigide, ceea ce nu numai că nu se verifică întotdeauna în realitate, dar face şi ca relaţia inflaţie-şomaj să nu fie valabilă. Într-adevăr, dacă rata inflaţiei este determinată de rata şomajului, nu este mai

puțin adevărat că aceasta din urmă este stabilită pe piața muncii. Or, în contextul analizei realizate cu ajutorul „curbei Phillips", oferta de mână de lucru (cererea de locuri de muncă) a muncitorilor depinde de salariile nominale. În concordanță cu teoria keynesiană, salariile nominale sunt însă presupuse rigide, ceea ce înseamnă că nu permit ajustarea pieței muncii, determinând, deci, apariția șomajului indiferent de nivelul inflației.

În literatură, critica acestei ipoteze este formulată adesea și într-un alt cadru decât cel al „curbei Phillips", și anume pornind de la noțiunea de „iluzie monetară", care presupune că muncitorii sunt incapabili să facă distincție între salariile nominale și salariile reale.

Conform acestei abordări, rata salariului real, w, se obține prin rectificarea salariului nominal, W, cu nivelul general al prețurilor, P. Rezultă că există relațiile:

$$w = \frac{W}{P} \tag{18}$$

$$\frac{dw}{w} = \frac{dW}{W} - \frac{dP}{P} = \frac{dW}{W} - \pi \tag{19}$$

Conform relației (19), „curba Phillips" exprimă în mod direct rata inflației, doar dacă se acceptă ipoteza că lucrătorii sunt supuși „iluziei monetare". Căci, dacă există „iluzie monetară", un anumit nivel dat al salariului nominal poate corespunde, într-adevăr, la o pluralitate de niveluri ale salariului real, obținute fiecare prin deflatare cu nivele diferite ale ratei inflației (prețurilor).

A doua categorie de critici la adresa relației inflație-șomaj învederate de „curba Phillips" se bazează pe rezultatele testelor statistice. Astfel, verificările econometrice arată că, în loc de a fi regulate și descrescătoare, curbele obținute prin conexarea mărimilor observate ale ratei inflației și ale ratei șomajului sunt, dimpotrivă, instabile și au o formă care este adesea crescătoare. Asemenea constatări au fost făcute de nenumărate ori — pentru țări diferite și pentru întreaga perioadă 1960-1990 —, motiv pentru care, după cum am arătat, în anii '90, s-a generalizat obiectivul stabilității prețurilor. De altfel, testele statistice respective indică atât o creștere a ratei inflației, cât și o creștere a ratei șomajului (stagflație).

4.2. Anticipațiile adaptive

O analiză critică mai profundă a validității „curbei Phillips" este cea elaborată de E. Phelps[1] și de M. Friedman[2]. Fără a merge atât de departe încât să nege complet valabilitatea acestui instrument analitic, autorii citați relevă că principala deficiență a „curbei Phillips" — atât în forma sa inițială, cât și în forma modificată — este că nu ține seama în nici un mod de anticipațiile agenților economici. Or, conform autorilor citați, spre deosebire de anii '50-'60, când rata inflației era foarte mică și, într-adevăr, variabila respectivă nu juca nici un rol în negocierile salariale, în prezent, agenții economici nu mai sunt supuși fenomenului „iluziei monetare". Dimpotrivă, se constată că, la ora actuală, ei țin seama în calculele lor nu numai de nivelul general al prețurilor observat, ceea ce revine la a spune că judecă în funcție de salariul real constatat, ci și de nivelul inflației anticipate, π^a.

În modelul lui Friedman, agenții economici își formulează anticipațiile în manieră adaptivă[3]. Acesta presupune că anticipațiile rezultă dintr-un proces de învățare din greșeli; prin noile anticipații pe care le fac, agenții economici își corectează greșelile de anticipare comise în trecut. Ca urmare, rata anticipată a inflației depinde de ratele anterioare ale inflației, dar și de erorile făcute în trecut în pronosticarea evoluției acestei variabile economice:

$$\pi_t^a = \pi_{t-1}^a + \beta\left(\pi_{t-1} - \pi_{t-1}^a\right) \tag{20}$$

sau:

$$\pi_t^a = \beta\pi_{t-1} + (1-\beta)\pi_{t-1}^a \tag{21}$$

unde:

$$0 < \beta < 1$$

De exemplu, dacă rata observată a inflației în perioada *t-1* este mai mare decât rata inflației anticipată anterior pentru aceiași perioadă, anticipația privind rata inflației pentru perioada *t* se formează astfel încât să țină seama de corecția relevată de datele de observație aferente perioadei *t-1*. Factorul β

---

[1] — Phelps E., *Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time*, Economica, 34, 1967, p. 254-281.

[2] — Friedman M., *The Role of Monetary Policy*, American Economic Review, 58, 1, 1968, p. 1-17.

[3] — Cerna S., *Teoria anticipațiilor raționale și credibilitatea politicii monetare*, ed.cit., p. 16-17.

descrie, aşadar, efectul ajustărilor impuse de compararea nivelului observat al ratei inflaţiei cu nivelul anticipat.

Acest proces de revizuire are loc şi în perioada anterioară, iar, ca urmare, se poate scrie:

$$\pi^a_{t-1} = \pi_{t-2} + (1-\beta)\pi^a_{t-2} \tag{22}$$

Introducând relaţia (22) în (21), se obţine:

$$\pi^a_t = \beta\pi_{t-1} + (1-\beta)\left[\beta\pi_{t-2} + (1-\beta)\pi^a_{t-2}\right] \tag{23}$$

Rezultă că nivelul ratei inflaţiei anticipate pentru o perioadă t oarecare este dat de seria:

$$\pi^a_t = \beta\pi_{t-1} + \beta(1-\beta)\pi_{t-2} + \beta(1-\beta)^2\pi_{t-3} + \ldots\ldots \tag{24}$$

sau:

$$\pi^a_t = \beta\sum_{n=0}^{\infty}(1-\beta)^n\pi_{t-n-1} \tag{25}$$

Relaţiile (24) şi (25) arată că importanţa acordată erorilor comise anterior este cu atât mai mică, cu cât acestea sunt situate mai departe în trecut.

Se ştie că, în general:

$$\sum_{n=0}^{\infty}(1-\beta)^n = \frac{1}{\beta} \tag{26}$$

Ca urmare, se pot scrie următoarele două relaţii:

$$\beta\sum_{n=0}^{\infty}(1-\beta)^n = \beta\frac{1}{\beta} = 1 \tag{27}$$

$$\pi^a_t = \pi_{t-1} + \pi_{t-2} + \ldots\ldots + \pi_{t-n} \tag{28}$$

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Relația (28) arată că anticipațiile adaptive se formează, de fapt, prin proiectarea în viitor a experiențelor din trecut[1].

O variantă a acestui mod de descriere a procesului de formare a anticipațiilor este constituită de modelul anticipațiile regresive. În acest caz, se presupune că agenții economici își formează anticipațiile prin corectarea datelor de observație în raport nu cu propriile anticipații anterioare, ci cu o valoare considerată „normală". De exemplu, pentru a anticipa rata inflației, ei ajustează rata inflației observate cu indicele de creștere a masei monetare anunțat de autorități și în funcție de creșterea previzibilă a produsului intern brut.

Indiferent de modul în care se formează, anticipațiile afectează „curba Phillips". Pentru a demonstra această afirmație, să presupunem, pentru moment, că agenții economici suferă de fenomenul numit „iluzie monetară". În aceste condiții, după cum am arătat, „curba Phillips", P_1, este valabilă; ea reflectă, de fapt, absența inflației anticipate, $\pi^a=0$ (figura nr. 13).

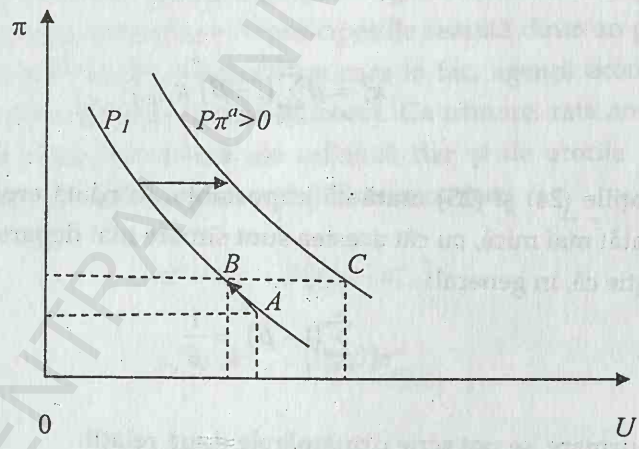


Fig. nr. 13: Efectul anticipațiilor

Să admitem acum că „iluzia monetară" a dispărut și că agenții economici încorporează inflația anticipată în deciziile lor. Să mai presupunem că situația inițială a economiei corespunde punctului *A* și că autoritățile decid să acționeze

[1] — Acest tip de anticipații, formate prin extrapolarea la viitor a experiențelor din trecut, se numesc anticipații extrapolative (Cerna S., *Teoria anticipațiilor raționale și credibilitatea politicii monetare*, ed.cit., p.15).

pentru reducerea ratei şomajului. Ţinând seama de modul adaptiv de formare a anticipaţiilor, agenţii economici vor anticipa o inflaţie mai mică decât cea care va exista realmente la sfârşitul perioadei.

Analiza lui Friedman face o deosebire între modurile în care anticipează inflaţia intreprinderile şi populaţia, în sensul că presupune că primele anticipează mai rapid modificările de preţuri care vor avea loc (altfel spus, în cazul intreprinderilor, parametrii β au valori mai mari). Această asimetrie informaţională se explică prin împrejurarea că intreprinderile sunt, de fapt, cele care stabilesc preţurile. Consecinţa este că populaţia anticipează o diminuare a salariului real mai mică decât cea anticipată de intreprinzători.

Deosebirea de comportament arătată explică faptul că rata şomajului se reduce pe termen scurt (în fig. nr. 13, economia se deplasează din punctul *A* în punctul *B*). Însă, pe măsură ce trece timpul, iar agenţii economici constată că există o inflaţie mai mare decât cea pe care au anticipat-o, ei îşi vor revizui calculele, până la a reveni, în pofida unei inflaţii mai ridicate, la nivelul anterior al ratei şomajului (deplasarea economiei din punctul *B* în punctul *C*).

Repetând acest raţionament pentru fiecare punct al curbei P_1, se obţine o nouă curbă, paralelă cu prima, $P\pi^a>0$. Există, deci, nu o singură „curbă Phillips", ci o infinitate de asemenea curbe; familia de curbe respective este dată de ecuaţia:

$$\pi - \pi^a = \alpha U^* \qquad (29)$$

unde:

U^* — rata şomajului care este dorită;

α — constantă.

Un rezultat similar a obţinut E. Phelps, care, într-o lucrare ulterioară, considerată reprezentativă pentru ceea ce se numeşte „noua microeconomie" (teoria dezechilibrului), a examinat fundamentele microeconomice ale teoriei şomajului şi inflaţiei[1].

Conform acestui autor, existenţa şomajului se explică prin comportamentul normal al unei populaţii care se confruntă cu costul obţinerii de informaţii referitoare la piaţa muncii. Acest comportament este astfel încât timpul de

[1] — Phelps E., *Microeconomic Foundations of Employment and Inflation Theory*, Norton, New York, 1970.

căutare a unui loc de muncă depinde de rata salariului real anticipat. Ca urmare, cu cât diferența (π-π^a) este mai mare, adică cu cât erorile de anticipare ale populației sunt mai mari, cu atât timpul de căutare a unui loc de muncă se reduce şi, deci, şomajul se diminuează.

În ceea ce îl priveşte, M. Friedman afirmă că chiar dacă, pe termen scurt, relația inflație-şomaj există, pe termen lung, o asemenea relație nu se mai manifestă, din cauza şomajului natural.

Expresia „şomaj natural" este destul de ambiguă, deoarece lasă să se înțeleagă că există un nivel minimal obiectiv al şomajului. În realitate, „rata şomajului natural" este rata care corespunde situației de echilibru a pieței muncii.

Într-adevăr, în teoria neoclasică, salariul real (absența „iluziei monetare") nu este rigid, ci este determinat de cererea şi oferta de mână de lucru. În cazul în care cererea de mână de lucru creşte, rata şomajului observată este mai mică decât rata şomajului natural, ceea ce determină creşterea salariului real. În aceste condiții, politica dusă de autorități poate influența, într-adevăr, rata şomajului pe termen scurt, însă aceasta tinde să revină la valoarea sa naturală, U_n, valabilă pe termen lung.

Aşadar, în acest caz, ecuația „curbei Phillips" devine:

$$\pi - \pi^a = \alpha\left(U^* - U_n\right) \tag{30}$$

După cum se observă din figura nr. 14, reprezentarea grafică a acestei ecuații este o dreaptă verticală, ridicată de pe abscisă în punctul U_n.

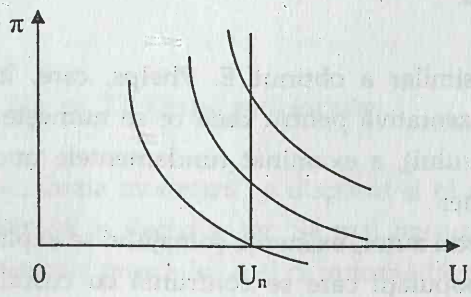


Fig. nr. 14: Curba Phillips pe termen lung

Rezultă că, deoarece agenții economici își corectează treptat erorile de anticipare, un efect asupra şomajului nu se poate produce în mod durabil. Singura posibilitate în acest sens este încetinirea procesului de învățare din greşeli de către agenții economici, ceea ce preupune aplicarea unei politici permanente de producere a unei inflații accelerate. Într-adevăr, în acest caz, diferența (π-π^a) are întotdeauna o valoare pozitivă, ceea ce implică $U<U_n$. Consecința unei asemenea politici este însă o inflație în permanentă creştere, susceptibilă să se transforme în hiperinflație.

4.3. Anticipațiile raționale

Spre deosebire de anticipațiile adaptive, care nu țin seama decât de informațiile deținute în trecut, anticipațiile raționale integrează toate informațiile disponibile în momentul în care sunt făcute. Acest concept a fost fundamentat de către J. Muth[1], care a extins ipoteza raționalității comportamentelor agenților economici inclusiv asupra operațiunilor mentale de previzionare a evoluțiilor economice viitoare.

Prin definție, *o anticipație se numeşte „rațională", dacă ea coincide cu speranța matematică a distribuției de probabilitate a variabilei economice care face obiectul previzuinii respective*[2].

Astfel, dacă se notează cu X_t^a variabila care face obiectul expectației şi cu x, y şi z elementele necesare în acest scop, în sensul că factorii respectivi determină valoarea viitoare a variabilei anticipate, există o relație de tipul:

$$X_t^a = f(x, y, z) \tag{31}$$

Anticipația se zice „rațională", dacă este satisfăcută condiția:

$$X_t^a = \frac{E(X_t)}{I_{t-1}} \tag{32}$$

unde:

$E(X_t)$ - speranța matematică a distribuției de probabilitate a variabilei X_t;

---

[1]- Muth J. F., *Rational Expectations and the Theory of Price Movements*, Econometrica, 29, 1961.

[2] — Cerna S., *Teoria anticipațiilor raționale şi credibilitatea politicii monetare*, ed.cit., p. 19.

I_{t-1} - informațiile disponibile în momentul t-1, când se face previziunea.

Dacă anticipația se confirmă, vom avea:

$$X_t^a = X_t \tag{33}$$

Caracteristica esențială a anticipațiilor raționale este, aşadar, absența erorilor sistematice; dacă există totuşi erori, acestea sunt aleatoare. Altfel spus, valoarea anticipată a variabilei X_t^a diferă de valoarea sa observată, dacă şi numai dacă există o eroare aleatoare, care, în cazul anticipațiilor „raționale", este singurul tip de eroare care poate apare:

$$X_t^a = X_t + \gamma \tag{34}$$

unde:

γ — parametru statistic, care exprimă factorii neluați în considerare.

De exemplu, atunci când îşi formulează anticipațiile cu privire la rata inflației aferente perioadei t, π_t^a, agenții economici folosesc toate informațiile de care dispun în momentul respectiv, inclusiv cunoştințele şi modelele oferite de ştiința economică modernă. Ca urmare, rata inflației anticipată în mod rațional este:

$$\pi_t^a = \frac{E(\pi_t)}{I_{t-1}} \tag{35}$$

Anticipațiile raționale, definite ca mai sus, influențează curba Phillips în două moduri. Astfel, în cazul în care informațiile, I_{t-1}, sunt perfecte, anticipațiile vor fi, de asemenea, perfecte, iar politica dusă de autorități va fi ineficace, şi anume începând chiar cu momentul în care este pusă în aplicare. În această ipoteză, nu există, aşadar, o relație inflație-şomaj, nici măcar pe termen scurt.

În cazul în care informațiile, I_{t-1}, sunt imperfecte, poate exista o asimetrie informațională între agenții economici, unii fiind mai bine informați decât alții. O asemenea asimetrie informațională poate exista, de exemplu, între banca centrală, pe de o parte, şi toți ceilalți agenți economici, pe de altă parte, ceea ce permite celei dintâi să folosească situația pentru a-i determina pe cei din urmă să comită erori de previziune. Imperfecțiunea informării este, aşadar, factorul

care face posibilă acțiunea pe termen scurt a autorităților asupra ratei șomajului.

Acest proces este descris cu ajutorul unei variante a „curbei Phillips modificate", cunoscute sub denumirea de „ecuația lui Lucas"[1]:

$$a^* - a = b[\pi_t - E(\pi_t)] = b(\pi_t - \pi_t^a) \tag{36}$$

unde:

a^* – nivelul-țintă al unei variabile reale (PIB, rata șomajului etc.) avute în vedere;

a — nivelul observat al variabilei respective;

b — parametru statistic.

Ecuația (36) arată că în cazul în care autoritățile își propun să modifice o variabilă reală, *a*, (volumul producției, rata șomajului etc.), astfel încât aceasta să atingă nivelul dorit, a^*, ele pot face acest lucru, dar aceasta numai dacă agenții economici comit erori de anticipare, adică dacă:

$$\pi_t - E(\pi_t) > 0 \tag{37}$$

„Ecuația lui Lucas" este valabilă în toate cazurile în care autoritățile urmăresc atingerea unor obiective privind variabilele reale ale economiei. Astfel, în cazul în care obiectivul privește rata șomajului, iar mijlocul folosit pentru atingerea acestuia este creșterea ofertei de monedă (producerea premeditată a inflației), ecuația devine:

$$U^* - U_n = b(\pi_t - \pi_t^a) \tag{38}$$

Se observă că ecuația (38) este asemănătoare cu ecuația (29), ceea ce se explică, pe de o parte, prin forma liniară — adoptată din motive de simplificare — pentru „ecuația lui Lucas", iar pe de altă parte, prin similitudinile dintre cele două modalități de formare a anticipațiilor (raționale — în primul caz, adaptive — în cel de-al doilea).

[1] — Lucas R., *Expectations and Neutrality of Money*, Journal of Economic Theory, Vol. 4, 1972, p. 103-124.

Există însă şi unele deosebiri între cele două tipuri de anticipaţii, iar aceste particularităţi au consecinţe asupra eficacităţii politicii monetare. Astfel, corectarea erorilor de anticipare este mai rapidă în ipoteza că anticipaţiile se formează în mod raţional, iar, ca urmare, în acest caz, o politică de creştere a ofertei de monedă (inflaţie), dusă în scopul relansării economiei, are un efect mai rapid asupra preţurilor şi un impact mai puţin persistent asupra şomajului.

„Ecuaţia lui Lucas" are avantajul că permite evidenţierea distorsiunilor inflaţioniste pe care le provoacă în mod inerent o politică monetară activă.

Costul net al politicii monetare este egal cu costul generat de inflaţie din care se scade câştigul legat de scăderea ratei şomajului. Ca urmare, funcţia-obiectiv a unei băncii centrale poate fi scrisă în forma[1]:

$$L_t = \min\left[\frac{\pi^2}{2} - \frac{A}{2}\left(U^* - U\right)^2\right] \tag{39}$$

unde:

A — un parametru pozitiv, care exprimă preferinţa relativă a autorităţilor pentru reducerea şomajului sau reducerea inflaţiei; dacă A are o valoare ridicată, aceasta înseamnă că autorităţile acordă o mare prioritate ocupării complete a forţei de muncă.

Forma pătratică a funcţiilor de acest tip reflectă faptul că deviaţiile negative şi pozitive sunt considerate la fel de nefavorabile pentru bunăstarea societăţii şi că, din acest punct de vedere, deviaţiile mai mici sunt mai puţin grave decât deviaţiile mai mari.

Soluţia ideală este o rată a şomajului egală cu U^* şi o inflaţie nulă. Însă, o asemenea situaţie nu poate fi realizată.

Într-adevăr, dacă admitem — pentru simplificare — că rata inflaţei, π, este egală cu rata de creştere a masei monetare, μ, ecuaţia lui Lucas devine:

$$U^* - U_n = b\left(\mu - \mu^a\right) \tag{40}$$

Introducând ecuaţia (40) în ecuaţia (39), se obţine:

[1] — Cf. cap. IX, §1 *infra*.

$$L_t = \min\left\{\frac{\mu^2}{2} - \frac{A}{2}\left[U^* - U_n - b\left(\mu - \mu^a\right)^2\right]\right\} \quad (41)$$

Soluția ecuației (41) este:

$$\mu = \frac{bA}{1+b^2A}\left(U^* - U_n\right) + \frac{b^2A}{1+b^2A}\mu^a \quad (42)$$

Deoarece $(U^* - U_n) > 0$, $A>0$ şi $b>0$, rata de creştere a masei monetare, μ, şi, deci, rata inflației, π, sunt şi ele mărimi pozitive, iar aceasta, chiar dacă rata inflației anticipată de agenții economici este egală cu zero: $\mu^a = \pi^a = 0$.

Pe de altă parte, deoarece se presupune că anticipațiile sunt raționale, iar agenții economici sunt perfect informați cu privire la intențiile băncii centrale, trebuie să se admită că aceştia anticipează corect rata inflației: $\mu^a = \mu$.

Ca urmare, ecuația (42) devine:

$$\mu = bA\left(U^* - U_n\right) \quad (43)$$

Ecuația (43) arată că orice încercare de reducere a ratei şomajului sub nivelul ratei şomajului natural introduce o distorsiune inflaționistă în economie.

Teoria anticipațiilor raționale propune ca soluție credibilitatea băncii centrale. De aceea, problema care se pune în continuare este cea a căilor prin care poate fi câştigată şi menținută credibilitatea[1].

5. Canalul cursului de schimb

Canalul de transmisie a politicii monetare reprezentat de influența pe care variațiile cursului de schimb o exercită asupra mărimii nete a exporturilor a atras atenția economiştilor mai ales după instituirea actualului sistem monetar internațional bazat pe cursuri flotante. La ora actuală, având în vedere internaționalizarea crescândă a economiilor contemporane, canalul cursului de schimb este considerat, de regulă, la fel de important ca şi canalul ratei dobânzii.

[1] — Cf. cap. IX, §1 *infra*. Pentru unele soluții în acest sens, a se vedea şi lucrările autorului: *Teoria anticipațiilor raționale şi credibilitatea politicii monetare*, ed.cit., p. 79-82; *Banca centrală. Credibilitate şi independență*, ed. cit. p. 65-67.

BCU CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

În plus, acest canal încorporează într-o anumită măsură efectele ratei dobânzii, deoarece reducerea ratei dobânzii într-o anumită țară diminuează atractivitatea depozitelor bancare şi a celorlalte plasamente denominate în moneda națională respectivă şi sporeşte atractivitatea depozitelor şi celorlate plasamente libelate în valută. Ca urmare, se produce o scădere a cererii de monedă națională şi o creştere a cererii de valută, ceea ce duce la deprecierea monedei naționale respective. Or, deprecierea monedei naționale determină, la rândul său, reducerea prețurilor bunurilor autohtone în raport cu prețurile bunurilor străine, ceea ce antrenează creşterea volumului net al exporturilor şi, deci, creşterea producției totale.

Schema procesului de transmisie a politicii monetare prin canalul cursului de schimb este, aşadar, următoarea:

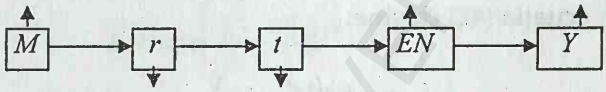


Fig. nr. 13: Canalul cursului de schimb

După cum arată cu claritate studiile recente consacrate acestui subiect, canalul reprezentat de cursul de schimb joacă un rol important în modul în care politica monetară influențează economia[1]. Condiția este însă ca oferta de bunuri susceptibile a fi exportate să fie elastică în raport cu prețurile relative, ceea ce în cazul economiilor de piață deschise se consideră a fi regula. În cazul altor economii, îndeplinirea condiției respective trebuie, desigur, verificată. În România, de exemplu, cursul de schimb şi cumpărările de valută ale Băncii Naționale au reprezentat în ultimii ani cele mai importante căi prin care banca centrală şi-a exercitat influența asupra comportamentelor macroeconomice[2].

---

[1] — Bryant R., Hooper P., Mann C., *Evaluation Policy Regimes: New Empirical Research in Empirical Macroeconomics*, Brookings Institutions, Washington, 1993; Taylor J., *Macroeconomic Policy in a World Economy: From Econometric Design to Practical Operation*, N. W. Norton, New York, 1993.

[2] — Antohi D., Udrea I., Braun H., op. cit., p. 24.

6. Eficacitatea relativă a diverselor canale

Părerile cu privire la importanța relativă a diverselor canale sunt împărțite. Unii autori, ca, de exemplu, J. Taylor[1], consideră că şi în prezent continuă să fie extrem de importante canalele tradiționale ale ratei dobânzii, care acționează prin intermediul costului capitalului. Alți autori contestă însă această afirmație. Astfel, un studiu amplu cu privire la cheltuielile de investiții în capital fix efectuate de intreprinderi, elaborat de R. Chirinko[2], arată că reacția investițiilor la variabila „preț" este slabă şi puțin semnificativă în comparație cu reacția la variabilele reale.

Pe de altă parte, se constată că deşi numeroase modele macroeconomice conțin ecuații care reflectă un important efect al ratei dobânzii, chiar şi o uşoară modificare a modului de scriere a ecuațiilor respective diminuează considerabil acest efect.

Adevărul este că deşi importanța relativă a canalelor tradiționale ale ratei dobânzii este limitată, variațiile ratei dobânzii pot avea o incidență remarcabilă asupra cererii macroeconomice prin mecanismul suplimentar reprezentat de canalele creditului. Şi, de fapt, majoritatea autorilor care se ocupă de problema procesului de transmisie consideră că acestea din urmă potențează efectele tradiționale ale ratei dobânzii[3].

Cu toate acestea, activitățile de creditare nu sunt o forță motrice absolut independentă a economiei, ci constituie, într-o anumită măsură, reacții la evoluția ofertei de monedă. Ca urmare, nu există o relație cronologică riguroasă între seriile dinamice care exprimă evoluția diverselor agregate ale creditului şi seriile dinamice care exprimă evoluția variabilelor reale. De aceea, testele de genul celor efectuate de V. Ramey[4], A. Melzer[5] etc., care şi-au propus să verifice capacitatea predictivă a dinamicii agregatelor creditelor în raport cu evoluția viitoare a economiei, nu au reuşit să clarifice problema existenței şi intensității acțiunii canalelor respective.

---

[1] — Taylor J., *The Monetary Transmission Process: An Empirical Framework*, ed. cit.

[2] — Chirinko R., *Business Fixed Investment Spending: A Critical Survey*, Journal of Economic Literature, 31, 1993, p. 1875-1911.

[3] — De ex., Bernanke S., op. cit; Gertler M., op. cit.

[4] — Ramey V., op. cit.

[5] — Meltzer A., op. cit.

În pofida acestor dificultăți de verificare econometrică, există trei rațiuni pentru care se poate admite totuşi că procesul de creditare constituie un important element al procesului de transmisie a politicii monetare.

În primul rând, un mare număr de date de observație, referitoare la toate tipurile de economie (dezvoltată, emergentă, în tranziție etc.), arată că acele imperfecțiuni ale pieței creditului care contează în acțiunea canalelor acestuia afectează realmente deciziile de anagajare de personal şi de cheltuieli ale intreprinderilor[1].

În al doilea rând, se pare că, aşa cum au arătat M. Gertler şi S. Gilchrist[2], intreprinderile mici, susceptibile în mai mare măsură să sufere de pe urma unei restricționări a creditului, sunt mai puternic afectate de o înăsprire a politicii monetare, comparativ cu marile intreprinderi, care sunt mai puțin dependente de credit. În România, de exemplu, este indubitabil că acest fenomen există şi că limitează funcționarea canalului creditului[3].

În al treilea rând — iar, din punct de vedere ştiințific, acesta este argumentul cel mai solid — conceptul de „informare asimetrică", pe care se bazează analizele moderne cu privire la canalul creditului, permite elaborarea unor construcții teoretice extrem de utile pentru explicarea a numeroase fenomene: existența unor instituții financiare diferențiate, structura complexă a sistemelor financiare actuale, apariția crizelor financiare etc.

În general, principalul mijloc de validare a unei teorii este aplicarea sa într-un mare număr de cazuri particulare. Or, „teoria delegării" (*Agency Theory*), în care se integrează conceptul de „informare asimetrică", satisface foarte bine această condiție. De aceea, se poate afirma că aplicația sa în domeniul specific al canalului creditului, conform căreia acesta este un element important al procesului de transmisie, este corectă.

---

[1] — Cf., de ex., studiului citat al lui R. Hubbard. (*Is There a „Credit Channel" for Monetary Policy?*, ed.cit.).

[2] — Gertler M., Gilchrist S., op.cit.

[3] — Antohi D., Udrea I., Braun H., op. cit., p. 21-23.

7. Consecințe asupra modului de concepere a politicii monetare

O primă concluzie care rezultă din prezentarea şi evaluarea eficacității canalelor de transmisie este că asocierea care se face, în mod obişnuit, între o relaxare sau înăsprire a politicii monetare, pe de o parte, şi scăderea sau creşterea dobânzilor nominale pe termen scurt, pe de altă parte, riscă să falsifice modul de apreciere a politicii monetare (expansivă, neutrală sau restrictivă).

Într-adevăr, în ultimul timp, majoritatea băncilor centrale, inclusiv Banca Centrală Europeană şi Banca Națională a României, utilizează rata nominală a dobânzii pe termen scurt (de regulă, ratele dobânzii de pe piața interbancară) ca principal instrument de politică monetară. Aceasta face ca rata dobânzii să se bucure de o deosebită atenție, atât din partea autorităților monetare şi a specialiştilor, cât şi din partea publicului.

În realitate, variațiile ratelor nominale ale dobânzii nu înseamnă neaparat variații ale ratelor reale; or, după cum s-a arătat, elementul constitutiv al procesului de transmisie este, de regulă, rata reală a dobânzii, nu rata nominală.

De exemplu, în SUA, în timpul fazei de început a marii crize economice din anii '29-'33, ratele nominale ale dobânzilor pe termen scurt au scăzut practic la nivelul zero, însă ratele reale s-au menținut extrem de ridicate. De aceea, după cum a subliniat în mai multe lucrări M. Friedman, prima fază a marii crize economice interbelice a coincis cu o politică monetară restrictivă, nu laxă, ceea ce a agravat criza.

Tot aşa, în cazul României, se poate uşor dovedi că în majoritatea perioadelor în care ratele nominale ale dobânzilor au fost ridicate, ratele reale au continuat să aibă valori foarte mici sau chiar să fie negative.

A doua concluzie este că indicații relevante cu privire la orientarea politicii monetare oferă, pe lângă rata dobânzii, prețurile activelor financiare, deoarece acestea sunt şi ele canale importante de transmisie a efectelor variațiilor masei monetare. De aceea, la ora actuală, majoritatea economiştilor este de acord că prețurile altor active, cum ar fi: cursurile acțiunilor, cursurile valutare, prețurile caselor, terenurilor etc., constituie elemente importante ale procesului de transmisie; părerile diferă doar în ceea ce priveşte intensitatea relativă a acțiunii canalelor respective. În definitiv, această problemă nici nu se poate tranşa în mod aprioric, ci doar în funcție de împrejurările concrete existente într-o economie sau alta.

A treia concluzie este că politica monetară poate fi foarte eficace pentru relansarea unei economii deprimate, chiar dacă ratele dobânzilor pe termen scurt sunt apropiate de nivelul zero. Într-adevăr, pe linia de gândire a lui J. Keynes, se consideră, în general, că în situațiile în care banca centrală a adus deja ratele nominale ale dobânzilor pe termen scurt la un nivel apropiat de zero, politica monetară nu mai poate face nimic pentru stimularea economiei („capcana monetară") şi că, deci, este necesar să se recurgă la politica fiscală şi, eventual, la alte forme de intervenție a statului în economie.

Descrierea anterioară a canalelor de transmisie, precum şi studiile empirice (îndeosebi cele efectuate de M. Friedman şi A. Schwartz), referitoare la cazul SUA în timpul crizei din anii '29-'33 (când rata dobânzii la bonurile de tezaur emise de guvernul american a atins practic nivelul zero), arată că această afirmație este eronată. Într-adevăr, banca centrală are, mai ales la ora actuală, numeroase alte posibilități de a duce o politică monetară expansionistă, menită să ducă la creşterea volumului lichidităților din economie, cum ar fi, operațiunile *open market*, care au drept suport alte genuri de titluri financiare decât titlurile aferente datoriei publice pe termen scurt. Or, această creştere a volumului lichidităților stimulează relansarea economiei prin suscitarea de anticipații optimiste cu privire la evoluția viitoare a nivelului general al prețurilor şi a cursurilor unor active specifice, care determină creşterea cererii globale prin canalele descrise anterior. Consecința este că politica monetară poate fi un un puternic factor de relansare a unei economii aflate în stare de deflație, ori în care ratele dobânzilor pe termen scurt sunt aproape de zero.

De fapt, având în vedere decalajul de timp inerent conceperii şi aplicării politicii fiscale, respectiv, constrângerile politice care grevează utilizarea acesteia din urmă, principalul instrument pentru relansarea unei economii aflate în stare de deflație este aplicarea unei politici monetare expansioniste.

Pentru a evita să fim greşit înțeleşi, subliniem că cele afirmate cu privire la capacitatea politicii monetare de a contribui la relansarea economiei sunt valabile numai în cazul precis discutat aici, şi anume cel în care cauza recesiunii economice este conjugarea unei politici monetare restrictive cu alți factori susceptibili să declanşeze criza (creşterea ratelor dobânzii, scăderea cursurilor la bursă, scăderea neanticipată a nivelului prețurilor, creşterea incertitudinii, panica bancară etc.). Nu este, vorba, aşadar, despre un panaceu.

A patra concluzie este că principalul obiectiv al politicii monetare trebuie să fie evitarea fluctuațiilor neanticipate ale prețurilor, ceea ce justifică statuarea stabilității prețurilor ca principal obiectiv pe termen lung al politicii monetare. Se înțelege, astfel, motivul pentru care, în ultimii ani, în majoritatea țărilor industrializate, chiar și în cele care au reputația de a fi conservatoare, au fost modificate legile organice ale băncilor centrale, astfel încât să se asigure independența forurilor de concepere și aplicare a politicii monetare față de guvernele țărilor respective și să se poată încredința acestor instituții sarcina asigurării stabilității prețurilor.

Principalele argumente pe care se bazează această nouă concepție cu privire la misiunea băncii centrale sunt:

— efectele indezirabile ale incertitudinii cu privire la nivelul viitor al prețurilor, efecte exercitate asupra deciziilor intreprinderilor și, deci, asupra producției;

— perturbațiile legate de incidența inflației asupra contractelor exprimate în termeni nominali, precum și asupra sistemului fiscal;

— intensificarea conflictelor sociale provocate de creșterea prețurilor etc.

În acest context, analiza procesului de transmisie oferă argumente importante pentru a susține teza necesității asigurării stabilității prețurilor. După cum am arătat, mișcările neanticipate ale nivelului prețurilor sunt susceptibile a produce fluctuații ale producției independent de alte cauze. Pe de altă parte, scăderea prelungită a prețurilor poate fi un factor esențial în apariția unei crize financiare — cum s-a întâmplat realmente în timpul marii crize economice interbelice. De aceea, cunoașterea procesului de transmisie permite statuarea stabilității prețurilor ca obiectiv prioritar al politicii monetare. Căci, stabilitatea prețurilor diminuează incertitudinile cu privire la evoluția lor viitoare și la tot ceea ce depinde de această evoluție. Însă, corolarul acestei teze este că o scădere puternică a prețurilor este aproape la fel de pernicioasă ca și o creștere prea mare a acestora. De aceea, banca centrală trebuie să facă tot posibilul pentru a preveni intrarea economiei nu numai într-o stare de inflație, ci și în una de deflație.

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

VIII. POLITICA MONETARĂ

1. Obiectivele politicii monetare

Banca centrală este unul dintre actorii cei mai puternici ai vieții economice. De aceea, politica pe care o duce această instituție este extrem de importantă, atât în raport cu realizarea diverselor obiective ale politicii macroeconomice (creştere economică, grad ridicat de ocupare a mâinii de lucru, stabilitatea prețurilor, echilibrul balanței de plăți), cât şi în raport cu politicile duse de ceilalți actori de pe scena macroeconomică (guvern, uniuni profesionale, sindicate, instituții europene sau internaționale etc.).

1.1. Schema generală a politicii monetare

Conceptul de „politică monetară" este relativ nou în ştiința şi practica economică, însă semnificația acestui termen s-a îmbogățit pe măsură ce moneda metalică şi bancnota convertbilă au fost înlocuite cu diverse tipuri de monedă fiduciară. Se consideră că primul caz de aplicare a unei politici monetare orientate spre atingerea unor obiective macroeconomice este intervenția Sistemului Rezervelor Federale a SUA (*Fed*), care, în 1929, a încercat să folosească acest instrument pentru a atenua efectele crizei şi a grăbi ieşirea din recesiune. În realitate, politica monetară restrictivă dusă de *Fed* în acea perioadă a agravat criza[1].

[1] — Friedman M., Schwartz A., *A Monetary History of the United States:1867-1960*, ed. cit.

În prezent, intervenția statului în economie se realizează în principal prin politica monetară şi prin politica fiscală, deoarece acestea sunt singurele politici compatibile cu legile economiei de piață şi cu principiile guvernării democratice.

Politica monetară constă în acțiunea globală, exercitată prin manevrarea variabilelor monetare, asupra principalelor variabile economice: nivelul prețurilor, produsul intern brut, gradul de ocupare a mîinii de lucru (rata şomajului), soldul balanței de plăți externe etc.

Această acțiune se realizează, aşadar, prin intermediul variabilelor monetare, adică a unor variabile care sunt ele însele greu de controlat, dar pe care banca centrală îşi propune totuşi să le influențeze. Variabilele monetare despre care este vorba sunt: agregatele monetare şi ale creditului, rata dobânzii şi cursul de schimb. Nivelele-țintă stabilite în legătură cu aceste variabile constituie aşa-numitele „obiectivele intermediare" ale politicii monetare.

Deoarece aceste „obiective intermediare" sunt destul de diverse, iar capacitatea băncii centrale de a acționa asupra lor este diferită de la un caz la altul, este necesară alegerea, din rândul acestora, a unor „obiective operaționale", adică a unor variabile monetare pe care banca centrală le poate influența în mod relativ eficace cu ajutorul instrumentelor de care dispune. Astfel, „baza monetară exogenă" sau rata dobânzii de pe piața interbancară sunt variabile care se află în mai mare măsură sub incidența acțiunii băncii centrale, decât, de exemplu, agregatul monetar M_3 sau rata dobânzii la creditele obligatare.

În fine, autoritățile monetare dispun de anumite „instrumente", adică de metode, procedee, tehnici etc., care le permit să acționeze asupra mărimii şi dinamicii variabilelor monetare pe care le vizează. Unele dintre aceste instrumente sunt directe şi de natură administrativă (controlul creditelor, controlul valutar etc.), însă, la ora actuală, se consideră, în general, că instrumentele politicii monetare trebuie să aibă un caracter indirect, adică să se bazeze pe mecanisme care prezervă acțiunea legilor pieței şi lasă să subziste o anumită capacitate de adaptare a sistemului bancar comercial.

Politica monetară se înfăptuieşte, deci, cu ajutorul unor instrumente; ea are în vedere, în mod nemijlocit, unele obiective operaționale, a căror realizare produce, la rândul său, anumite efecte asupra obiectivelor intermediare, ceea ce permite atingerea unor obiective finale (figura nr. 1):

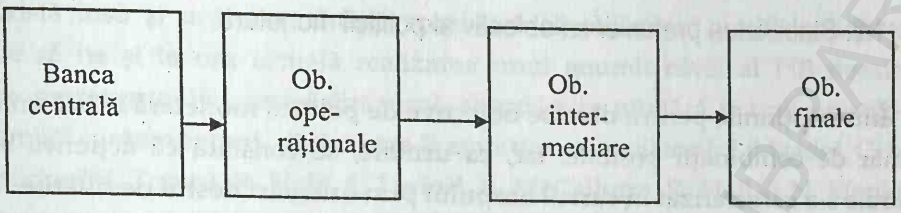


Fig. nr.1: Schema generală a politicii monetare

Raporturile dintre aceste elemente sunt prezentate în mod detaliat în tabelul nr.1:

Tab. nr. 1: Elementele politicii monetare

<table>
<tr><th>Instrumente</th><th>Obiective operaționale</th><th>Obiective intermediare</th><th>Obiective finale</th></tr>
<tr><td>Open market</td><td rowspan="3">Rata dobânzii de pe piața monetară (interbancară)</td><td rowspan="2">Rata dobânzii pe termen scurt</td><td>Nivelul prețurilor</td></tr>
<tr><td>Rescont</td><td rowspan="3">Mărimea PIB (rata de creştere)</td></tr>
<tr><td>Rezerve obligatorii</td><td rowspan="2">Rata dobânzii pe termen lung</td></tr>
<tr><td>Plafonarea creditului</td><td rowspan="4">Baza monetară exogenă</td><td rowspan="3">Agregatele monetare M1, M2 M3, M4 etc.</td><td rowspan="3">Gradul de ocupare a mâinii de lucru (Rata şomajului)</td></tr>
<tr><td>Controlul direct al ratei dobânzii</td></tr>
<tr><td>Volumul creditului</td></tr>
<tr><td>Controlul valutar</td><td>Cursul de schimb</td><td>Poziția BP (Echilibrul extern)</td></tr>
</table>

Obiectivul actual al politicii monetare este, în cazul majorității băncilor centrale importante din lume, combaterea inflației, adică asigurarea stabilității prețurilor. Însă, atât obiectivele, cât şi instrumentele politicii monetare au evoluat în cursul timpului.

1.2. Stabilitatea preţurilor ca obiectiv al politicii monetare

Între opţiunile pentru diverse obiective de politică monetară există un mare număr de combinaţii posibile, iar, ca urmare, se constată că acţiunea băncii centrale s-a caracterizat în cursul timpului prin orientări destul de diferite.

Astfel, istoria monetară arată că, în anii '50 şi '60 ai secolului XX, când, pe plan internaţional, au fost valabile principiile sistemului monetar de la Bretton Woods — caracterizat, în esenţă, prin cursuri de schimb fixe —, politica monetară a majorităţii ţărilor lumii a fost marcată de prioritatea acordată stabilizării creşterii economice. Această opţiune a fost impusă în principal de orientarea pe care a avut-o în epocă politica monetară dusă de Sistemul Rezervelor Federale al SUA.

În anii '70 şi '80, în ţările occidentale, politicile economice au fost, de regulă, de tip neokeynesian, bazându-se pe ceea ce în epocă s-a numit o „politică monetară activă". În cadrul unei asemenea politici, rolul băncii centrale este de a furniza lichidităţile necesare pentru relansarea activităţii economice, iar principalul instrument folosit pentru asigurarea acestei creşteri a masei monetare este refinanţarea băncilor comerciale. În aceste condiţii, majoritatea băncilor centrale au continuat să se preocupe de stimularea creşterii economice, deşi unele dintre ele au început să acorde o atenţie sporită stabilităţii preţurilor.

De la începutul anilor '80, „politica monetară activă" a fost pusă însă tot mai mult sub semnul întrebării şi înlocuită cu aşa-numita „nouă politică monetară". Aceasta din urmă se caracterizează prin creşterea importanţei acordate obiectivului asigurării stabilităţii preţurilor, adică printr-o inversare a priorităţilor în raport cu „politica monetară activă".

În prezent, dezbaterile cu privire la obiectivele politicii monetare sunt dominate de două abordări diferite. Prima este abordarea însuşită oficial de majoritatea băncilor centrale importante din lume, ale căror statute prevăd, într-un mod sau altul, că principalul obiectiv al politicii monetare este asigurarea stabilităţii preţurilor. A doua abordare aparţine unor autori din mediile academice, care se pronunţă în favoarea definirii obiectivului final al politicii monetare în termeni atât de limitare a inflaţiei, cât şi de reducere a ecartului dintre PIB actual real şi PIB potenţial[1].

[1] — Feldstein M., Stock J., *The Use of a Monetary Agreggate to Target Nominal GDP*, în: Mankiw N., (ed.), *Monetary Policy*, Chicago, London, University of Chicago Press, 1994, p. 7-62.

Există însă şi unii autori care consideră că obiectivul politicii monetare trebuie să fie şi la ora actuală realizarea unui anumit nivel al PIB nominal. Printre reprezentanţii acestei din urmă abordări se numără şi unii prestigioşi economişti contemporani, dintre care îi amintim pe următorii: J. Meade[1], C. von Weizsäcker[2], J. Tobin[3], R. Hall[4], J. Taylor[5], B. McCallum[6], R. Hall şi N. Mankiw[7] etc.

Avantajele acestei orientări a politicii monetare sunt:

a) eliminarea decalajelor cu care se manifestă efectele exercitate de variaţiile cantităţii de monedă asupra nivelului general al preţurilor;

b) stabilitatea pe termen lung a ratei de creştere a PIB nominal, caracteristică necesară pentru atingerea nivelului dorit al ratei inflaţiei;

c) existenţa unor proprietăţi de reglare automată a şocurilor ce intervin în domeniul cererii şi ofertei agregate.

Opinia dominantă în literatură este însă că avantajele menţionate sunt doar pe termen scurt şi că acestea sunt anulate pe termen lung de imposibilitatea predicţiei evoluţiei de durată a nivelului general al preţurilor. Aceasta, din cauza caracterului nestaţionar al proceselor ce determină evoluţiile variabilelor economice, nominale şi reale[8].

Principalii factori care au determinat revizuirea priorităţilor majorităţii băncilor centrale, în sensul asumării explicite a obiectivului al stabilităţii preţurilor, sunt următorii:

a) globalizarea pieţelor;

---

1 — Meade J., *The Meaning of International Balance*, Economic Journal, 88, 1978, p. 423-435.

2 — von Weizsäcker C., *Das Problem der Vollbeschäftigung heute*, Zeitschrift für Wirtschafts- and Sozialwissenschaften, 1978, 33-51.

3 — Tobin J., *Monetary Policy: Rules, Targets and Shocks*, Journal of Money, Credit and Banking, 15, 4, 1983, p. 506-518.

4 — Hall R., *Macroeconomic Policy under Structural Change*, în: Federal Reserve Bnak of Kansas City (ed.), *Industrial Change and Public Policy*, Kansas City, Federal Reserve System, 1983, p. 85-111.

5 — Taylor J., *What Would Nominal GNP Targeting Do to Business Cycle?*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 22, 1985, p. 61-84.

6 — McCallum B., *Monetarist Rules in the Light of Recent Experience*, American Economic Review, 74, 2, 1984, p. 388-391.

7 — Hall R., Mankiw N., *Nominal Income Targeting*, în: Mankiw N., (ed.), *Monetary Policy*, Chicago, London, University of Chicago Press, 1994, 71-93.

8 — Pentru o analiză mai amplă conţinutului, avanatajelor şi dezavantajelor ţintirii venitului nominal, a se vedea: Popa C., *Ţintele alternative în orientarea politicii monetare*, Caiete de studii BNR, 9, 2000, p. 19-23.

b) dezvoltarea intermedierii financiare nebancare;

c) inovarea financiară;

d) triumful ideilor monetariste (în principal a tezei că inflația este, în esență, un fenomen monetar) etc.

Ca urmare a acțiunii acestor factori, „politica monetară activă" a fost înlocuită prin așa-numita „nouă politică monetară", adică printr-o politică simplificată și bazată pe un obiectiv cantitativ privind creșterea masei monetare, M_2, sau, mai nou, pe un obiectiv privind rata inflației. Denumirea consacrată a acestei din urmă orientări este „țintirea inflației" (*inflation targeting*[1]).

În prezent, în majoritatea țărilor, stabilitatea prețurilor ca obiectiv fundamental al politicii monetare este prevăzută în legea de organizare și funcționare a majorității băncilor centrale.

O excepție importantă de la această regulă este SUA, unde legea de organizare a băncii centrale (*Federal Reserve Act*) stipulează că „misiunea acestei instituții este asigurarea unei creșteri pe termen lung a agregatelor monetare și ale creditului în concordanță cu creșterea pe termen lung a potențialului de sporire a producției, precum și realizarea ocupării maxime a mâinii de lucru, stabilității prețurilor și unui nivel moderat al ratei dobânzii pe termen lung"[2].

Obiectivul final al Băncii Centrale Europene" este definit în art. 105 (1) al „Tratatului privind CE", după cum urmează: „Obiectivul principal al SEBC (Sistemul European de Bănci Centrale) este menținerea stabilității prețurilor. Fără a prejudicia obiectivul stabilității prețurilor, SEBC va susține politicile economice generale ale Comunității, în vederea realizării obiectivelor acesteia, definite prin art.2".

În ceea ce privește obiectivele prevăzute în art. 2, acestea sunt: „un nivel ridicat de ocupare a mâinii de lucru (...), o creștere sustenabilă și

---

[1] — Expresia „țintirea inflației" este pe cale de a se impune și în limba română, îndeosebi ca urmare a influenței intelectuale a publicațiilor BNR.

După părerea noastră, această traducere nu este însă prea inspirată, deoarece este susceptibilă de a naștere la jocuri de cuvinte, având în vedere că sensul consacrat al cuvântului „țintire" este unul mai degrabă tehnic (balistic). O exprimare în concordanță cu conținutul orientării respective ar fi „strategie de politică monetară bazată pe un anumit obiectiv privind inflația", însă aceasta are dezavantajul că este prea lungă pentru a fi folosită ca denumire a unei acțiuni de interes public.

[2] — Board of Governors, *The Federal Reserve System, Purposes and Functions*, Washington, DC, Federal Reserve Board, 1994.

neinflaționistă, un grad ridicat de competitivitate și de convergență a performanțelor economice"[1].

Rezultă că deși prevede și alte obiective pentru politica monetară, tratatul CE stabilește o ierarhie clară între acestea, acordând o importanță primordială stabilității prețurilor.

În aplicarea acestor prevederi, Banca Centrală Europeană a publicat următoarea definiție oficială a „stabilității prețurilor": „creșterea indicelui prețurilor de consum armonizat (IPCH) pentru zona euro mai mică de 2% pe an"[2].

În alte țări, obiectivul general al „stabilității prețurilor" este definit în termeni mai precișii, inclusiv prin menționarea unui indice de prețuri relevant și a unor clauze de exonerare de răspundere a băncii centrale. Spre deosebire de BCE, în unele țări, această definiție este dată de guvern sau de guvern în cooperare cu banca centrală.

În România, legea privind statutul BNR prevede la art. 2 (1) că: *„Obiectivul fundamental al Băncii Naționale a României este asigurarea și menținerea stabilității prețurilor"*, iar la art. 2 (3) adaugă că: *„Banca Națională a României sprijină politica economică generală a statului, fără prejudicierea îndeplinirii obiectivului său fundamental privind asigurarea și menținerea stabilității prețurilor"*[3]. Pentru următorii ani, țintele de inflație au fost stabilite de comun acord cu guvernul.

În aceste condiții, maniera de tratare a obiectivelor politicii monetare în literatura recentă se caracterizează prin distincția care se face între orizontul de timp pe termen lung și orizontul pe termen scurt.

a) *Perspectiva pe termen lung* se bazează pe experiența practică acumulată într-un mare număr de țări și pe cercetările efectuate de un mare număr de economiști contemporani, care arată toate cât se poate de limpede că, pe termen lung, adică după ce toate ajustările din economie au fost asimilate, o modificare a cantității de monedă existente în economie determină — în condiții *ceteris paribus* — exclusiv modificarea nivelului prețurilor, fără a produce, deci,

---

[1] — Textele juridice sunt disponibile în integralitatea lor la adresele de internet: www.eu.int și www.ecb.int.

[2] — European Central Bank, *The Stability Oriented Monetary Policy of the Eurosystem*, Monthly Bulletin, January, 1999, p. 39-50.

[3] — Legea nr. 312/2004, Monitorul Oficial, Partea I, nr. 582 din 30.06.2004.

modificări permanente ale variabilelor reale, cum ar fi, producția reală sau șomajul.

Acest principiu general, cunoscut și sub denumirea de „neutralitatea pe termen lung a monedei", este adoptat actualmente de toate școlile de gândire și teoriile macroeconomice importante. Astfel, conform științei economice moderne, pe termen lung, venitul global real sau nivelul ocupării mâinii de lucru sunt determinate, în esență, de factorii „reali" ai economiei, care acționează, așadar, în planul ofertei, nu al cererii. Este vorba despre progresul tehnologic, creșterea numărului populației, preferințele agenților economici, cadrul instituțional al economiei (îndeosebi drepturile de proprietate, politica fiscală, politicile sociale, alte reglementări care determină flexibilitatea piețelor, aporturile de muncă și de capital și investițiile în capital uman). Ca urmare, pe termen lung, banca centrală nu poate influența creșterea economică prin modificarea ofertei de monedă.

Această concepție este sintetizată de afirmația lui M. Friedman că „inflația este peste tot și întotdeauna un fenomen monetar"[1]. Într-adevăr, perioadele prelungite de puternică inflație coincid, de regulă, cu o creștere însemnată a masei monetare. Și, chiar dacă evoluția pe termen scurt a prețurilor poate fi influențată și de alți factori (variațiile cererii globale, mutațiile tehnologice, șocurile asupra prețurilor materiilor prime etc.), efectele acestora sunt neutralizate până la urmă printr-un anumit grad de ajustare a masei monetare. În acest sens, tendințele pe termen lung ale prețurilor sau inflația pot fi controlate de banca centrală.

Corelația strânsă care există între dinamica masei monetare și inflație și, respectiv, neutralitatea pe termen lung a politicii monetare, au fost confirmate de un mare număr de studii economice — teoretice și empirice — referitoare la perioade și la țări diferite. Totodată, cercetările respective au arătat că atât inflația, cât și deflația generează costuri substanțiale și că stabilitatea prețurilor contribuie la sporirea potențialului de creștere și a prosperității economice.

Avantajele stabilității prețurilor sunt multiple, însă pot fi sintetizate după cum urmează:

1) Stabilitatea prețurilor permite populației să identifice mai ușor modificările prețurilor relative, deoarece modificările respective nu sunt mascate de fluctuațiile nivelului general al prețurilor. În consecință,

[1] — Friedman M., *The Optimum Quantity of Money*, ed.cit.

intreprinderile şi consumatorii nu vor mai interpreta variaţiile nivelului general al preţurilor în mod eronat, ca fiind doar mişcări ale preţurilor relative, şi, deci, vor putea adopta decizii de consum şi de investiţii mai bine fundamentate. Această îmbunătăţire generală a calităţii deciziilor adoptate în economie permite pieţei o alocare mai eficace a resurselor. Iar ajutând piaţa să orienteze resursele către utilizările cele mai productive, stabilitatea preţurilor antrenează creşterea potenţialui productiv al economiei şi, deci, creşterea bunăstării populaţiei.

2) Dacă creditorii sunt siguri că preţurile vor fi stabile în viitor, ei nu vor mai cere o primă de risc de inflaţie pentru a se proteja împotriva pierderilor pe care le suportă în cazul în care acceptă să deţină active nominale pe termen lung. Prin reducerea ponderii acestei prime de risc în structura ratei reale a dobânzii, credibilitatea politicii monetare este sporită, ceea ce contribuie, la rândul său, la o alocare eficace a resurselor de către pieţele de capitaluri, la stimularea investiţiilor şi, deci, la creşterea prosperităţii economice.

3) Dacă menţinerea stabilităţii preţurilor este verosimilă, este mai puţin probabil că particularii şi intreprinderile vor deturna resursele de care dispun de la utilizările productive normale către tehnicile de protecţie împotriva inflaţiei. De exemplu, în contextul unei inflaţii ridicate, agenţii economici sunt incitaţi să stocheze bunurile reale, deoarece, în condiţiile respective, acestea din urmă constituie o rezervă de valoare mai bună decât moneda sau decât anumite active finaciare. Or, constituirea de stocuri de bunuri nu este întotdeauna o decizie de investiţii eficace, ceea ce, pe cale de consecinţă, poate afecta creşterea economică.

4) Sistemele fiscale şi sociale crează întotdeauna anumite efecte perverse, care distorsionează comportamentele economice. În majoritatea cazurilor, aceste distorsiuni sunt exacerbate de inflaţie sau de deflaţie; desigur, aceasta, în măsura în care sistemele fiscale nu conţin prevederi referitoare la indexarea în funcţie de rata inflaţiei a impozitelor şi contribuţiilor sociale.

Stabilitatea preţurilor permite eliminarea costurilor reale, induse de amplificarea de către inflaţie a efectelor de distorsiune exercitate de sistemele fiscale şi de protecţie socială.

5) Inflaţia este un „impozit" asupra deţinerii de monedă. Ca urmare, inflaţia reduce cererea de monedă a agenţilor economici şi generează, în consecinţă, costuri de tranzacţionare mai ridicate.

6) Menținerea stabilității prețurilor permite evitarea importantului fenomen de redistribuire arbitrară a averilor şi veniturilor, care apare atât într-un mediu inflaționist, cât şi într-unul deflaționist, deoarece, în ambele cazuri, tendințele prețurilor variază într-o manieră imprevizibilă (de exemplu, efectul de îmbogățire fără justă cauză a debitorilor în dauna creditorilor — în caz de inflație).

Grupurile sociale cele mai afectate de fenomenul de redistribuire a averilor şi veniturilor sunt grupurile cele mai vulnerabile — pensionarii, bursierii, persoanele cu venituri fixe —, deoarece acestea nu au posibilitatea de a se proteja împotiva inflației. De aceea, prețurile stabile contribuie la menținerea coeziunii şi stabilității sociale. După cum arată numeroase exemple din istoria monetară mai veche sau mai nouă, rate ridicate de inflație sau de deflație provoacă adesea instabilitate socială şi politică.

Toate aceste argumente susțin afirmația că o bancă centrală care menține stabilitatea prețurilor contribuie, într-un mod semnificativ, la atingerea unor obiective economice mai vaste, cum ar fi, obținerea unor ritmuri ridicate de creştere economică, ameliorarea perspectivelor în materie de ocupare a forței de muncă şi de creştere a nivelului de trai.

Această concluzie este confirmată de realitatea economică dintr-un mare număr de țări şi din perioade diferite, care arată — printr-o multitudine de metodologii de cercetare folosite de economiştii contemporani — că economiile în care inflația este scăzută cunosc, de regulă, o creştere reală pe termen lung mai rapidă.

b) *Perspectiva pe termen scurt* se bazează pe amintita idee că banca centrală poate influența economia. Aceasta, deoarece banca centrală este singura emitentă de bancnote şi monezi, precum şi singura deținătoare a rezervelor lichide ale celorlate bănci. Cu alte cuvinte, banca centrală deține monopolul aprovizionării economiei cu „monedă primară". Or, în virtutea acestui monopol, banca centrală poate influența condițiile pieței monetare şi, deci, poate determina ratele dobînzii pe termen scurt.

Astfel, pe termen scurt, o modificare a ratelor dobânzii de pe piața monetară, provocată de banca centrală, antrenează un anumit număr de mecanisme şi de reacții din partea agenților economici, influențând, în final, evoluția variabilelor economice, cum ar fi, producția sau prețurile. După cum am arătat în capitolul anterior, acest proces — numit „proces de transmisie a

politicii monetare" — este unul foarte complex, constituind o problemă fundamentală a economiei monetare ca disciplină ştiinţifică. Însă, deşi principalele sale mecanisme sunt cunoscute, nu există o concepţie unică şi necontestată asupra tuturor aspectelor procesului de transmisie. De aceea, nu există o singură strategie de politică monetară, ci o pluralitate de asemenea strategii.

2. Strategii de politică monetară

Termenul de „strategie" provine din limbajul militar, însă este folosit adesea şi în domeniul economic pentru a desemna activitatea de planificare, organizare şi conducere a operaţiilor implicate de atingerea unui anumit obiectiv. Într-o asemenea transpunere *mutatis mutandis*, *„strategia de politică monetară"* poate fi definită ca fiind *„ansamblul de operaţiuni şi manevre, realizate de banca centrală, în vederea obţinerii victoriei în lupta împotriva inflaţiei"*.

În politica monetară dusă de băncile centrale moderne, se întâlnesc patru tipuri de strategii:

a) ţintirea cursului de schimb;
b) ţintirea agregatelor monetare;
c) controlul ratei dobânzii;
d) ţintirea directă a inflaţiei.

2.1. Ţintirea cursului de schimb

Ţintirea unui anumit nivel al cursului de schimb este o strategie de politică monetară utilizată pentru evitarea deprecierii sau aprecierii excesive a monedei naţionale în perioade de ieşiri sau intrări masive de valută. Într-devăr, atât deprecierea, cât şi aprecierea puternică a monedei naţionale au o serie de efecte negative asupra economiei, pe care autorităţile încearcă să le evite.

Astfel, principalele consecinţe negative ale deprecierii sunt următoarele:

a) deprecierea este adesea semnalul unei politici monetare laxe;

b) deoarece anticipațiile privind prețurile sunt legate de cursul de schimb, deprecierea alimentează anticipații inflaționiste, ceea ce îngreunează sarcinile politicii monetare;

c) repercutarea rapidă a variațiilor cursului valutar asupra prețurilor interne limitează ajustarea prețurilor relative ;

d) în cazul în care expunerea în valută a băncilor comerciale este mare, deprecierea poate pune în pericol stabilitatea sistemului bancar[1];

La rândul său, aprecierea monedei naționale este adesea indezirabilă, deoarece:

a) crează probleme exportatorilor;

b) stimulează investițiile pe termen scurt şi, deci, creşterea veniturilor, ceea ce alimentează inflația.

În cadrul acestei strategii, obiectivul politicii monetare este menținerea cursului de schimb al monedei naționale față de o altă monedă sau față de un „coş" de monede. Fixitatea cursului de schimb poate fi obținută de către banca centrală prin vânzarea-cumpărarea de valută pe piața valutară, asfel încât să se atingă nivelul-țintă al cursului valutar.

Exemple de aplicare a unei asemenea strategii sunt oferite de conduita tuturor băncilor centrale din țările aflate în „sistemul etalon aur-monede" (*Gold Standard*), care poate fi considerat un caz particular de fixitate a cursului de schimb. După cum am arătat, în acest sistem, cursurile sunt definite în funcție de „paritățile metalice", iar menținerea cursurilor de piață în jurul acestor cursuri oficiale este realizată de mecanismul automat al „punctelor aurului". Cu toate avantajele acestui regim, după 1971, când a avut loc devalorizarea dolarului şi instituirea cursului flotant al marcii vest-germane, țările lumii au abandonat treptat cursurile fixe.

La ora actuală, un exemplu de adoptare a strategiei de țintire a cursului de schimb este China, care urmăreşte menținerea unui curs fix a yuanului față de un „coş" de monede străine (*Conventional pegged arrangement*).

În România, această strategie a fost aplicată, în combinație cu controlul agregatelor monetare, în perioda 1997-2005.

Un caz particular de fixitate a cursului de schimb este regimul numit „Consiliu Monetar" (*Currency Board*). În acest caz extrem, banca centrală leagă în mod absolut moneda sa națională de o altă monedă, în general de dolarul

[1] — Cerna S., ş.a.,. *Stabilitatea financiară*, ed, cit., p. 14-18.

SUA sau de o altă monedă considerată stabilă. Banca centrală emite o unitate de monedă națională numai în măsura în care în rezervele sale valutare intră cantitatea corespunzătoare din moneda străină folosită ca ancoră. Ca urmare, ea nu are nici o posibilitate de a duce o politică monetară autonomă, adaptată la nevoile economiei naționale.

Această soluție are avantajul că permite „importarea" credibilității monedei străine folosite drept „ancoră", iar, ca urmare, este folosită mai ales după perioadele de hiperinflație. În prezent, regimul numit *„Currency Board"* se practică în Hong-Kong şi Bulgaria. În 2002, în urma unei crize monetare, Argentina a abandonat această strategie[1].

Exemplele menționate arată că, în calitate de strategie de politică monetară, țintirea cursului de schimb prezintă o serie de dezavantaje, dintre care cele mai importante sunt următoarele:

a) rezervele valutare limitate fac ca această strategie să nu poate fi susținută în condiții de şocuri negative, care lovesc adesea țările în curs de dezvoltare;

b) fixitatea cursului de schimb reduce capacitatea de ajustare a economiei la şocurile reale;

c) fixitatea cursului încurajează efectuarea de tranzacții în valută şi, deci, „dolarizarea" şi „eurizarea" economiei;

d) creşterea rapidă a volumului lichidităților, determinată de intrările masive de valută, încurajează băncile să diminueze calitatea creditelor pe care le acordă, provocînd o creştere nesustenabilă a activelor acestora, ceea ce afectează stabilitatea sistemului bancar;

e) cursul valutar nu este un indicator al politicii monetare, ci un „preț", care, ca orice preț, trebuie să se formeze prin acțiunea forțelor fundamentale ale pieței (valutare), nu să rezulte din considerentele şi scopurile autorităților.

În definitiv, prin adopatarea acestei strategii, banca centrală renunță, de fapt, la independența politicii sale monetare.

După cum am mai menționat, ştiința economică modernă demonstrează că în economiile contemporane există ceea ce se numeşte „triunghiul (triada)

---

[1] — Pentru o analiză mai amplă a mecanismelor acestui regim şi a experiențelor internaționale privind aplicarea sa, a se vedea: Croitoru L., Dăianu D., *Ar putea fi Consiliul Monetar o soluție pentru România?*, Caiete de studii BNR, 8, 1999.

incompatibilităților"[1]. Acest concept exprimă faptul că, din motive obiective, nu pot exista în același timp:

a) politică monetară autonomă;

b) curs fix;

c) libertatea mișcărilor de capital.

În aceste condiții, unele țări au renunțat la autonomia policii monetare, constituind o uniune monetară (de exemplu, UEM), iar alte țări — cărora această soluție nu le este accesibilă — au renunțat la fixitatea cursului de schimb și, deci, la strategia de politică monetară aferentă.

2.2. Țintirea agregatelor monetare

Conceptul de „țintire a agregatelor monetare" a fost elaborat de reprezentanții școlii monetariste în anii '50-'60 ai secolului XX. Ca urmare a influenței intelectuale și politice pe care a dobândit-o în epocă monetarismul, unele bănci centrale importante au adoptat această strategie în anii '70 ai secolului; în anii 80, aceasta a devenit strategia practicată de majoritatea băncilor centrale.

De exemplu, strategia respectivă a fost adoptată la începutul anilor '80 de către Sistemul Rezervelor Federale din SUA, însă apoi a fost rapid abandonată. O altă bancă centrală importantă care a aplicat o lungă perioadă această strategie a fost Bundesbank. Cazul acesteia din urmă este interesant nu numai pentru că Bundesbank a aplicat fără întrerupere țintirea agregatelor monetare în toată perioada 1974-1998, când autonomia sa luat sfârșit prin crearea UEM, ci și pentru că, în modul acesta, a obținut rezultate deosebite în combaterea inflației.

În prezent, această strategie se utilizează destul de rar, din cauza dezavantajelor sale.

În România, țintirea agregatelor monetare (controlul „bazei monetare"), combinată cu țintirea cursului de schimb, a fost practicată în perioada 1997-2005.

Avantajele strategiei de politică monetară bazată pe controlul agregatelor monetare sunt următoarele:

a) constituie o alternativă simplă la țintirea cursului valutar;

---

[1] — Cerna S., *Teoria zonelor monetare optime*, ed. cit.

b) între diverse agregate monetare („baza monetară"-B, „masa monetară în sens restrâns"- M_1, „masa monetară în sens larg"-M_2 etc.), respectiv, între acestea şi agregatele creditului („volumul total al creditului", „credit guvernamental", „credit neguvernamental" etc.) există o legătură relativ stabilă, ceea ce permite utilizarea drept ţinte intermediare nu numai a unor agregate monetare, ci şi a anumitor agregate ale creditului;

c) revizuirile periodice ale ţintelor intermediare permit adaptarea acestora la ţintele finale;

d) este compatibilă cu cursurile valutare flotante, generalizate în lume începând de la jumătatea anilor '70;

e) constituie abordarea FMI.

Principalele dezavantaje, din cauza cărora această strategie a trecut treptat pe un loc secundar, sunt:

a) implică o volatilitate ridicată a ratei dobânzii;

b) modificarea cererii de monedă (vitezei de circulaţie a monedei), determinată de modificările structurale şi de remonetizarea economiei, impune analiza şi ajustarea continuă a abaterilor agregatelor monetare de la nivelurile-ţintă;

c) monitorizarea politicilor şi implementarea acestei strategii sunt complicate foarte mult de influxurile de capitaluri private, precum şi de procesul de remonetizare a economiei.

Ţintirea agregatelor monetare presupune că obiectivul intermediar al politicii monetare este unul de ordin cantitativ. Pornind de la premisa că oferta de monedă exercită în sine o acţiune asupra economiei, banca centrală îşi propune să realizeze un anumit nivel al unuia sau mai multor agregate monetare.

De aici, rezultă trei probleme. Prima este cea a alegerii agregatului (agregatelor) a cărui evoluţie urmează a fi controlată. A doua este cea a modalităţilor de control a agregatului(elor) ales(e). În fine, cea de-a treia problemă este stabilitatea vitezei de circulaţie a elementelor cuprinse în agregatul(ele) ales(e), factor esenţial de care depinde eficacitatea acestei strategii.

2.2.1. Alegerea agregatelor supuse controlului

Având în vedere că obiectivul intermediar este cantitatea de monedă şi că aceasta poate fi exprimată cu ajutorul mai multor agregate monetare (M_1, M_2, M_3 etc.), o primă problemă care se pune este cea a alegerii agregatului(elor) care urmează a fi controlat(e).

O variantă este ca banca centrală să-şi concentreze atenţia asupra „masei monetare în sens restrâns"-M_1, adică asupra cantităţii de mijloace de plată create de sectorul bancar. O altă variantă este ca banca centrală să încerce să controleze volumul total al lichidităţilor existente în economie, ceea ce presupune orientarea atenţiei asupra unor agregate mai largi, de tipul M_2, M_3, M_4 etc.

Problema este că utilizarea unor agregate mai largi conduce la extinderea domeniului politicii monetare, însă îi diminuează eficacitatea.

Astfel, în mod tradiţional, sub incidenţa politicii monetare s-a aflat agregatul M_1 şi, deci, instituţiile care creează elementele cuprinse în agregatul respectiv: băncile comerciale şi asimilatele acestora. Tendinţa care se manifestă în economiile contemporane de a elimina specializarea bancară şi de a înfiinţa bănci universale, pe de o parte, conjugată cu efortul de a supune legislaţiei bancare generale instituţiile de credit cu caracter special (case de economii, case de economii şi asigurări, case de credit municipal etc.), pe de altă parte, au dus la lărgirea treptată a posibilităţilor de control ale băncii centrale, ceea ce se reflectă prin adoptarea ca obiectiv intermediar al politicii monetare a unor agregate de tipul M_2 sau M_3. Se relevă, astfel, înclinaţia autorităţilor de a controla întregul sistem financiar, nu numai sistemul bancar.

Principalele argumente în favoarea adoptării unor agregate mai largi, M_2 sau M_3, sunt următoarele:

a) Posibilitatea substituirii reciproce a activelor lichide. În cazul în care banca centrală îşi propune să controleze doar M_1, aceasta poate incita instituţiile financiare să-şi orienteze clienţii spre substituienţi ai lui M_1. Agregatul M_1 este, deci, strict controlat, însă agenţii economici pot oricând transforma activele lor lichide în mijloace de plată, ceea ce determină creşterea lui M_1. Controlul unui singur agregat, strict definit, se poate, deci, dovedi total ineficace.

b) Extinderea sferei conceptului de „proces de formare a ofertei de monedă". Prin definirea unor agregate mai largi, se ajunge, implicit, la definirea mai largă a procesului de formare a ofertei de monedă. Acestei extensiuni îi

corespunde, de altfel, o semnificativă inovare terminologică: termenul de „bancă" este înlocuit cu cel de „instituție de credit" și, respectiv, „intermediar financiar nebancar", iar noțiunea de „finanțare monetară" este definită astfel încât să cuprindă toate formele de credit acordate pe baza lichidităților cuprinse în M_3.

Extinderea agregatului controlat limitează impactul strategiei discutate aici până la a deveni un simplu complement al altor strategii (țintirea cursului de schimb, țintirea ratei dobânzii, țintirea inflației etc.).

Într-adevăr, raportul existent între, de exemplu, M_3 și alte forme de plasament ale agenților economici (plasamentele financiare) evoluează în principiu lent sau sub influența unor factori exogeni, cum ar fi, inovațiile financiare, schimbările în mentalități etc. Ca urmare, un asemenea agregat nu poate fi în sine un instrument de control a conjuncturii economice. Este adevărat că banca centrală poate veghea ca tendința pe termen lung a acestui agregat să fie conformă cu parametrii doriți, însă nu poate influența cu ajutorul său cererea agregată sau volumul activității economice.

Cauza rezidă în faptul că deși M_3 permite o mai bună caracterizare a lichidității economiei și a volumului „finanțării monetare", factorul care determină în mod direct cererea solvabilă și capacitatea tranzacțională a agenților economici este crearea de mijloace de plată în sens restrâns, M_1. Ca urmare, prin controlul lui M_1, banca centrală controlează în mod direct volumul tranzacțiilor; dacă puterea băncii centrale se extinde asupra unei game mai largi de instituții financiare, ea nu mai controlează decât structura plasamentelor agenților economici, nu și volumul tranzacțiilor lor cu mărfuri.

Din această cauză, în toate cazurile în care s-a practicat controlul agregatelor monetare, iar banca centrală a afișat ținte referitoare la agregate monetare mai largi, supravegherea discretă a evoluției „masei moenetare în sens restrâns", M_1, a rămas o practică valabilă.

2.2.2. Modalități de control al agregatelor monetare

În principiu, există două modalități de control direct al agregatelor monetare:

1) utilizarea ca obiectiv operațional a agregatului numit „baza monetară";
2) raționalizarea creditului.

1) Utilizarea ca obiectiv operațional a „bazei monetare" presupune stabilirea de către banca centrală a unui anumit nivel-țintă pentru propria sa ofertă de „monedă primară", pe care o utilizează ca mijloc de influențare a întregului proces de formare a ofertei de monedă. Pentru a fi pe deplin eficace, atigerea țintei privind „baza monetară" trebuie să permită influențarea cantității de mijloace de plată puse la dispoziția agenților economici, M_1, şi, mai departe, reglarea întregului volum al lichidităților utilizate pentru „finanțarea monetară" a economiei, M_3.

Controlul „masei monetare în sens restrâns", M_1, prin intermediul „bazei monetare", B, se bazează pe relația:

$$M_1 = kB \tag{3}$$

unde, pe lângă notațiile anterioare:

k — multiplicator.

Pentru ca această acțiune să fie eficace, sunt necesare două condiții:

1) banca centrală să fie capabilă să stăpânească propria sa ofertă de monedă (primară);

2) multiplicatorul k să fie stabil.

Am arătat însă că „baza monetară" are ea însăşi atât componente exogene, cât şi componente endogene, ceea ce pune sub semnul întrebării existența condițiilor necesare pentru aplicarea acestei strategii.

Dintre aceste condiții, amintim, în primul rând, faptul că este necesar ca banca centrală să fie independentă şi, deci, să nu poată fi obligată să finanțeze deficitul bugetar. În al doilea rând, trebuie ca banca centrală să aibă suficiente mijloace de absorbție a lichidității bancare pentru a neutraliza efectul monetar intern al intrărilor de capital din străinătate. În caz că aceste condiții nu sunt îndeplinite sau sunt îndeplinite în mică măsură, strategia bazată pe controlul agregatelor monetare trebuie combinată cu alte formule.

În ceea ce priveşte stabilitatea multiplicatorului, k, aceasta depinde de stabilitatea comportamentelor agenților economici. Într-adevăr, fluctuațiile preferinței pentru numerar a agenților economici şi influența pe care rata dobânzii o are asupra ofertei de credite din partea băncilor (influență de care această strategie nu ține seama în suficientă măsură) pot modifica

multiplicatorul, k, şi, deci, pot anhila acţiunea exercitată asupra „bazei monetare".

Controlul agregatelor M_2, M_3 etc., se bazează pe „teoria alegerii portofoliului optim", conform căreia agenţii economici au o anumită structură a patrimoniului lor şi, deci, o anumită conformaţie a lichidităţilor pe care le deţin, care este stabilă atât pe termen scurt, cât şi pe termen lung.

În aceste condiţii, orice acţiune exercitată asupra lui M_1 se repercutează asupra tuturor celorlalate agregate monetare. De exemplu, o reducere a cantităţii de monedă, în sens de M_1, aflate la dispoziţia agenţilor economici, limitează ansamblul plasamentelor lor lichide; M_1 şi M_3 evoluează, deci, în mod paralel.

Valabilitatea analizei de mai sus este însă simţitor diminuată, dacă se dovedeşte că agregatele sunt substituibile unele cu altele. Într-adevăr, incitând băncile comerciale să ofere clienţilor lor alte forme de plasament lichide, controlul lui M_1 determină, în acest caz, creşterea altor agregate monetare, nu reducerea acestora. În plus, trebuie ţinut seama şi de creşterea ratei dobânzii pe termen scurt, fenomen ce însoţeşte orice restricţie monetară: această creştere atrage capitalurile spre plasamente lichide, determinând, deci, creşterea agregatelor monetare mai cuprinzătoare.

Influenţa ratei dobânzii, care interferează cu strategia bazată pe controlul agregatelor monetare, precum şi instabilitatea constatată în anumite perioade în ceea ce priveşte diversele comportamente monetare şi financiare ale agenţilor economici au determinat unele bănci centrale să acţioneze în manieră autoritară asupra sursei ofertei de monedă: creditul bancar.

2) Raţionalizarea creditului constituie o modalitate de control a agregatelor monetare lipsită de flexibilitate, însă foarte eficace. Într-adevăr, dacă ceea ce se urmăreşte este stabilitatea agregatelor sau o uşoară creştere a acestora, cea mai bună cale este limitarea principalului mecanism de creare a monedei: creditul.

În plus, controlul direct al creditului permite evitarea efectului secundar al controlului „bazei monetare": creşterea ratei dobânzii. Astfel, atingerea unui anumit obiectiv cantitativ referitor la M_1, M_2, M_3 etc, prin stabilirea unui nivel-ţintă pentru „baza monetară", determină rarefierea lichidităţii bancare, ceea ce duce la creşterea ratei dobânzii pe termen scurt şi la scumpirea generală a creditului. Spre deosebire de aceasta, strategia bazată pe restrângerea globală a creditului nu este însoţită de o creştere a ratei dobânzii. Ca urmare, creditul

devine mai rar, dar nu şi mai scump, ceea ce face ca economia să nu sufere din cauza creşterii costului creditului, ci din cauză că gestionarea agenţilor economici devine mai puţin raţională.

Dezavantajele strategiei de control a creditului provin din această reducere a raţionalităţii alocării resurselor în economie. Într-adevăr, această modalitate de alocare a resurselor este autoritară şi chiar arbitrară, ceea ce o face incompatibilă cu legile economiei de piaţă şi cu principiile statului democrat.

În plus, această strategie, chiar dacă este eficientă în ceea ce priveşte controlul asupra băncilor, trebuie aplicată — pentru a-şi îndeplini complet funcţiile — asupra tuturor finanţărilor monetare. Strategia respectivă conduce, deci, la extinderea prerogativelor de control ale băncii centrale asupra tuturor instituţiilor financiare care atrag resurse de creditare pe termen scurt, ceea ce se poate dovedi o sarcină nerealizabilă, ori poate da naştere la conflicte cu Trezoreria publică.

În fine, controlul creditului face ca transmiterea efectelor variaţiilor lui M_1 asupra agegatelor M_2, M_3 etc., să fie insuficientă sau chiar imposibilă, ceea ce, conjugat cu procesele de substituire pe care agenţii economici le operează între activele lor, să contracareze complet efectele acestei strategii.

2.2.3. Stabilitatea vitezei de circulaţie a monedei

Acţiunea asupra agregatelor monetare este inoperantă în cazul în care ar fi contracarată de variabilitatea vitezei cu care circulă şi sunt utilizate în plăţi elementele cuprinse în aceste agregate. Or, această viteză depinde exclusiv de comportamentele agenţilor din sectorele nefinanciare ale economiei şi, deci, nu poate fi controlată de banca centrală.

Principalii economişti contemporani, care au aprofundat studiul comportamentului vitezei de circulaţie a monedei în economiile moderne, sunt M. Friedman şi A. Schwartz[1]. Pornind de la relaţia de calcul de mai jos:

$$V = \frac{PY}{M} \qquad (4)$$

unde:

V — viteza de circulaţie-venit a monedei:

[1] — Friedman M., Schwartz A., *A Monetary History of the United States:1867-1960*, ed. cit.

PY — venitul național (global) nominal (monetar);
P — nivelul general al prețurilor;
Y — nenitul național real;

şi utilizând serii statistice lungi (1870-1954) referitoare la economia americană, autorii citați ajung la următoarele concluzii contradictorii:

a) Pe termen lung, venitul național are o tendință de creştere, iar, ca urmare, se constată o reducere treptată a vitezei de circulație a monedei calculată în funcție de acest indicator;

b) Pe termen scurt, se constată că, în fazele de expansiune ciclică a economiei, viteza de circulație-venit creşte, iar în fazele de depresiune, viteza-venit se reduce.

Aceste rezultate contradictorii, dependente de orizontul de timp avut în vedere, i-a făcut pe cei doi autori să recalculeze viteza nu pe baza venitului curent (constatat) al agenților economici, ci a ceea ce ei au numit „venitului permanent".

Prin definiție, *„venitul permanent" (Permanent Income) este venitul aferent unei perioade de timp îndelungate, anticipat de agenții economici la un moment dat.* Se poate demonstra că, din punct de vedere tehnic, „venitul permanent" este egal cu valoarea viitoare a averii unui agent economic, avere care poate fi exprimată, la rândul său, în funcție de veniturile viitoare pe care le va aduce averea respectivă şi care pot fi anticipate la un moment dat.

Valoarea viitoare a averii unui agent economic, evaluată în perioada $t=1$, este:

$$W_1 = \frac{(PY)_1}{(1+r)} + \frac{(PY)^a_{1,2}}{(1+r)^2} + \ldots + \frac{(PY)^a_{1,n}}{(1+r)^n} \qquad (5)$$

Ca urmare, „venitul permanent", anticipat în perioada $t=1$, este:

$$(PY)^p_1 = r^p W_1 \qquad (6)$$

unde:
$(PY)_1$ — venitul curent (observat) în perioada 1;
$(PY)^a_{1,2,\ldots,n}$ — venitul anticipat în perioada 1 pentru perioadele 2, ..., n;

r — rata normală a dobânzii;

r^p — rata permanentă a dobânzii.

Se observă că „venitul permanent" este, de fapt, media ponderată a veniturilor anticipate în diverse perioade de timp cuprinse în orizontul de anticipare; el este, deci, venitul mediu al unei perioade de timp lungi.

În ceea ce priveşte venitul curent (observat), acesta este suma dintre „venitul permanent" al unei perioade lungi şi veniturile ocazionale:

$$(PY)_1 = (PY)_1^p + (PY)_1^T \tag{7}$$

unde, pe lângă notaţiile anterioare:

$(PY)_1^T$ - componentele nedurabile (ocazionale, sezoniere etc.) ale venitului constatat.

Relaţia (6) învederează că mărimea „venitului permanent" depinde de mărimea perioadei de calcul; această variabilă depinde, deci, de factorul „timp", însă într-o măsură mult mai mică decât „venitul curent" (observat).

Dacă viteza de circulaţie a monedei se recalculează în funcţie de „venitul permanent":

$$V = \frac{(PY)^p}{M} \tag{8}$$

se constată că aceasta se comportă la fel pe termen scurt şi pe termen lung. Astfel, viteza creşte mai rapid decât „venitul permanent" în fazele de expansiune ale ciclului economic, deoarece „venitul permanent" creşte mai încet decât venitul observat, ceea ce permite creşterea gradului de monetizare a economiei, a:

$$a = \frac{M}{(PY)^p} \tag{9}$$

Concluziile acestei analize empirice a vitezei-venit constituie o parte importantă a fundamentării ştiinţifice a concepţiei monetariste, a cărei teză

esențială este că, prin reglarea cantității de monedă, se poate acționa asupra economiei.

Se pune totuşi problema modului în care aceste concluzii, valabile pe termen lung, pot servi pentru justificarea unei acțiuni asupra agregatelor efectuate de banca centrală într-o persepectivă pe termen scurt.

Într-adevăr, stabilitatea teoretică şi pe termen lung a vitezei de circulație a monedei şi instabilitatea sa de fapt în cursul unui ciclu sunt lucruri diferite. Fără a intra aici în detalii cu privire la dezbaterea teoretică referitoare la această problemă şi la argumentele empirice pe care se bazează pozițiile exprimate de autorii implicați în dezbaterea respectivă, se poate spune că, în principiu, strategia bazată pe controlul agregatelor poate fi conciliată cu instabilitatea de fapt a vitezei de circulație a monedei (cererii de monedă), manifestată pe termen scurt. Iar aceasta, chiar dacă amintita instabilitate poate fi agravată de procesul de inovare financiară şi de substituirile între agregatele lichide.

Astfel, conform monetariştilor, instabilitatea pe termen scurt a vitezei de circulație a monedei (cererii de monedă) poate fi depăşită prin strategia de țintire a agregatelor monetare, dacă aceasta este aplicată în una din următoarele două forme:

a) adoptarea unei reguli (norme) de creştere a agregatelor monetare;

b) aplicarea unei „politici monetare active".

a) *Adoptarea unei reguli (norme) de creştere a agregatelor monetare pe termen lung* are două efecte pozitive. În primul rând, adoptarea unei reguli stricte evită alimentarea economiei cu monedă care, pe termen lung, nu este necesară şi care, de aceea, alimentează inflația. În al doilea rând, „regula" joacă rolul unui anunț de politică monetară, în sensul că determină adaptarea anticipațiilor agenților economici, în special a anticipațiilor privind prețurile, la norma fixată pentru creşterea cantității de monedă.

„Strategia normei" propusă de M. Friedman poate fi contracarată, pe termen scurt, de instabilitatea vitezei de circulație a monedei, însă această strategie rămâne eficace în ceea ce priveşte evitarea tendințelor inflaționiste şi de supraîncălzire a economiei. În plus, dacă banca centrală anunță clar rata de creştere pe termen lung a masei monetare, ea va obliga agenții economici să se adapteze treptat la această rată.

b) *Aplicarea unei „politici monetare active"* este recomandată de o orientare mai radicală din cadrul monetarismului, care preconizează utilizarea

controlului ratei de creştere a masei monetare inclusiv ca strategie de politică monetară pe termen scurt. Astfel, adepții acestei orientări admit că există un decalaj (*time lag*) între momentul în care strategia respectivă începe să fie pusă în aplicare şi momentul în care apar rezultatele (2 ani), însă consideră că rezultatul final va fi totuşi atins.

Din cauză că decalajul între aplicare şi rezultat face dificilă stabilirea momentului în care acțiunea asupra agregatelor trebuie să înceteze, cea de-a doua variantă are un puternic caracter deflaționist. De aceea, băncile centrale din țările dezvoltate au adoptat, la sfârşitul anilor '70 şi începutul anilor '80, o formă atenuată acestei variante, cunoscută sub denumirea de „politică de dezinflație". Tehnica acestei strategii constă în reducerea treptată a ratei de creştere a agregatelor monetare, astfel încât să se uşureze adaptarea economiei la penuria de lichidități şi să se permită agenților economici să îşi revizuiască anticipațiile.

Controlul agregatelor monetare, practicat de băncile centrale în anii '70, a stimulat inovațiile financiare, contribuind astfel la schimbarea modului de plasare a economiilor, în sensul reorientării acestora de la depozitele bancare înspre plasamentele financiare. În modul acesta, strategia respectivă a favorizat dezvoltarea pieței financiare, ceea ce, la rândul său, a impus adoptarea unor strategii bazate pe controlul ratei dobânzii.

2.3. Controlul ratei dobânzii

Rata dobânzii este variabila de ajustare a piețelor de capital, respectiv, variabila care determină, *inter alia*, costul creditului bancar. Deoarece există o mare diversitate a piețelor de capital, există o întreagă gamă de rate ale dobânzii, pe care banca centrală le poate influența în mai mare sau mai mică măsură.

În general, se disting următoarele tipuri de dobânzi:

A) ratele dobînzilor de pe piețele de capitaluri:

a) rata dobînzii de pe piața interbancară (*Libor, Eonia, Euribor, Robor, Robid* etc.);

b) rata dobînzii de pe piața obligatară;

c) rata dobînzii de pe piața ipotecară;

d) rata dobânzii de pe piața titlurilor de stat.

B) ratele dobînzilor la creditele bancare:

a) ratele debitoare (pasive): la vedere, la termen etc.;

b) ratele creditoare (active) (rata de bază + marja de profit „*spread*"): ratele la creditele cu scadențe scurte sau foarte scurte (*spot*), ratele la creditele cu scadențe medii, lungi etc.;

C) ratele dobînzilor fixate administrativ.

Banca centrală nu poate interveni decât asupra ratei dobânzii de refinanțare a băncilor comerciale. Totuşi, această acțiune, plasată la baza întregii activități monetare naționale, se transmite, prin jocul reajustărilor portofoliului de active al băncilor comerciale şi al celorlalți agenți economici, asupra celorlalte piețe de capitaluri. În modul acesta, creşterea sau scăderea ratei dobânzii de referință a băncii centrale influențează nivelul dobânzilor de pe toate piețele de capitaluri, inclusiv piața bursieră şi piața valutară.

După cum rezultă din descrierea din cap. VII &2 *supra*, variațiile dobânzii de refinanțare practicate de banca centrală influențează, în primul rând, comportamentul băncilor comerciale. Astfel, creşterea ratei de referință a băncii centrale determină creşterea costurilor băncilor comerciale, incitându-le să majoreze dobânzile pe care le pretind clienților pentru creditele acordate. Totodată, băncile de rangul doi sunt presate să încerce să-şi procure resurse pe alte căi, de exemplu, prin emisiunea de obligațiuni şi plasarea acestora pe piața financiară. Creşterea dobânzii, decisă de banca centrală, se difuzează, deci, în mod treptat, asupra celorlalte piețe de capital.

Creşterea costului creditului se resimte, în al doilea rând, în costurile generale ale intreprinderilor, ceea ce trebuie, în mod normal, să le determine pe acestea din urmă să-şi reducă cererea de credite. Totodată, intreprinderile vor fi presate şi ele să încerce să-şi procure resursele de care au nevoie pe alte căi, cum ar fi, emisiunea şi plasarea de titluri pe piața financiară, ceea ce are ca efect întărirea menționatei tendințe de creştere a dobânzilor de pe această piață. Ca urmare, investitorii instituționali şi populația îşi vor reamenaja portofoliul de active, astfel încât acesta să corespundă noului nivel şi structuri de rate ale dobânzilor, cu toate consecințele arătate în cap. VII &2.2 *supra*.

De asemenea, variația dobânzilor interne dintr-o anumită țară influențează cursul de schimb al monedei sale naționale şi, eventual, dobânzile internaționale. Într-adevăr, creşterea ratei dobînzii într-o anumită țară atrage

capitaluri din străinătate, ceea ce determină creşterea cererii de monedă naţională şi, deci, aprecierea acesteia. În cazul în care capacitatea de a atrage capitaluri a unei ţări este mare, afluxul de capitaluri spre ţara respectivă poate provoca o reducere notabilă a lichidităţii internaţionale, ceea ce are ca efect creşterea dobânzilor pe plan internaţional.

Rezultă că ţintirea ratei dobânzii se bazează pe o schemă de transmisie în care obiectivul operaţional (rata dobânzii de refinanţare) permite realizarea tuturor obiectivelor intermediare cunoscute: dobânzile pe termen scurt formate în interiorul economiei, dobânzile pe termen mediu şi lung interne, precum şi cursul de schimb (şi, eventual, dobânzile internaţionale).

Cu toate acestea, strategia bazată pe rata dobânzii prezintă unele dezavantaje, din cauza cărora a fost aspru criticată în anii '70. Aceste dezavantaje sunt următoarele:

a) posibila blocare a procesului de transmisie;

b) volatilitatea ratei dobânzii;

c) incompatibilitatea obiectivelor.

a) Procesul de transmisie prin canalul dobânzii se poate bloca în una sau alta din fazele sale. Asfel, dacă creşterea ratei dobânzii are loc în condiţiile în care, din diverse motive, lichiditatea bancară nu se reduce, strategia se dovedeşte ineficace. De exemplu, în România, din cauza excedentului de lichiditate din sistemul bancar, provocat de intrările masive de capital din străinătate, băncile comerciale nu sunt structural debitoare faţă de banca centrală, ceea ce face ca eficacitatea strategiei bazate pe rata dobânzii să fie redusă. Într-adevăr, conform unor studii, rata dobânzii BNR are o influenţă directă doar asupra ratei dobânzii aferente depozitelor la termen, pe când rata dobânzii practicată la creditele bancare nu pare a fi sensibilă la dobânda de referinţă a băncii centrale, ci la rata dobânzii depozitelor la termen[1].

Un alt caz de blocare a procesului de transmisie este situaţia în care agenţii economici sunt puţin sensibili la creşterea ratei dobânzii, din cauza anticipaţiilor lor inflaţioniste, care diminuează dobânda reală. Cu alte cuvinte, în caz de puternice anticipaţii inflaţioniste, rata nominală a dobânzii nu influenţează prea mult cererea de credite.

[1] — Antohi D., Udrea I., Braun H., *Mecanismul de transmisie a politicii monetare în România*, ed. cit., p. 24.

În fine, un al treilea caz apare în situația în care agenții economici anticipează scăderea ulterioară a dobânzilor. În asemenea situații, agenții economici preferă să se împrumute pe termen scurt, ceea ce face ca rata dobânzii pe termen scurt să depășească durabil rata pe termen lung, fără ca aceasta din urmă să poată fi influențată de banca centrală.

În toate cazurile menționate, transmisia efectelor creșterii ratei dobânzii de refinanțare a băncilor comerciale de la banca centrală este întreruptă, iar creșterea volumului creditului bancar și, deci, a ofertei de monedă, nu se temperează. Ca urmare, politica dobânzilor înalte trebuie continuată la cote tot mai înalte, ceea ce duce la manifestarea unei alte limite a strategiei discutate aici: volatilitatea ratei dobânzii.

b) Volatilitatea ratei dobânzii este produsă de amintitele fenomene de rezistență ale băncilor comerciale și agenților economici la stimulentele pe care le crează această strategie. Într-adevăr, lipsa de reacție a băncilor de rangul doi și a agenților economici determină banca centrală să acționeze o perioadă de timp suficient de lungă pentru ca sistemul bancar și sectoarele nebancare ale economiei să fie afectate. De asemenea, pentru a obține acest rezultat, banca centrală trebuie să lase sau să provoace puternice fluctuații ale dobânzilor.

Or, consecința volatilității accentuate a dobânzilor este instabilitatea sistemului financiar, cu tot ceea ce implică aceasta.

c) Incompatibilitatea obiectivelor strategiei bazate pe rata dobânzii înseamnă că obiectivele interne și externe ale acestei strategii pot intra în conflict (triunghiul incompatibilităților). Astfel, o bancă centrală care decide majorarea ratei dobânzii pentru a sprijini cursul de schimb, descurajează, prin aceasta, activitatea internă; pe de altă parte, dacă banca centrală relaxează constrângerea pe care o exercită asupra costului creditului, capitalurile internaționale vor părăsi țara în cauză, agravând situația balanței sale de plăți.

Constrângerea externă constituie, deci, un puternic handicap pentru strategia de politică monetară bazată pe rata dobânzii, iar liberalizarea mișcărilor de capital face și mai presantă această constrângere[1].

Ca urmare a acestor limite, țintirea ratei dobânzii a trecut, în anii '70, pe un plan secundar, fiind înlocuită cu strategiile de tip cantitativ: controlul agregatelor monetare și controlul agregatelor creditului.

---

[1] — Cerna S., *Politica monetară și criza financiară*, Revista română de fiscalitate, 12 (22), 2008, p. 4-8

Ulterior, strategia ratei dobânzii a fost însă din nou adoptată de un mare număr de bănci centrale. Principalii factori care au determinat această renaştere a interesului pentru strategia bazată pe rata dobânzii sunt următorii:

a) procesul de inovare financiară;

b) dezvoltarea şi internaţionalizarea pieţelor de capitaluri.

a) Procesul de inovare financiară determină apariţia unor produse financiare sofisticate, care, prin amintitul proces de substituire, fac inoperantă strategia bazată pe controlul agregatelor monetare şi ale creditului. După cum am arătat în &2.2 *supra.*, însăşi limitarea ratelor de creştere a agregatelor monetare determină apariţia unor noi modalităţi de plasament, susceptibile să genereze noi active lichide, de genul celor care nu intră în structura agregatelor tradiţionale (M_1 şi M_2).

De asemenea, pe lângă faptul că procură băncilor şi celorlate instituţii financiare un volum sporit de lichidităţi, aceste inovaţii dau naştere unor noi modalităţi de finanţare a agenţilor economici, pe care banca centrală nu le poate controla printr-o simplă strategie de monitorizare a agregatelor (monetare şi ale creditului).

Multiplicarea inovaţiilor financiare este însă de natură să determine creşterea eficacităţii strategiei bazate pe rata dobânzii, deoarece accelerează procesul de transmisie prin canalul respectiv. Într-adevăr, dacă agenţii economici dispun de o gamă largă de active financiare, cu diverse maturităţi, procesul de substituire a acestor active este mult mai uşor, iar difuzarea efectelor unei creşteri a ratei dobânzii de referinţă a băncii centrale este mai lină şi mai rapidă. Ca urmare, pentru a obţine efectul dorit asupra întregului eşafodaj de rate ale dobânzii, nu mai este necesar ca banca centrală să preseze puternic şi timp îndelungat asupra pieţei interbancare.

În România, apariţia şi răspândirea titlurilor de stat şi a efectelor comerciale (trate, bilete la ordin, cecuri etc.) este de natură să sporească eficacitatea strategiei bazate pe rata dobânzii, al cărui element esenţial este constituit de efectul subsituirii rapide între titluri cu maturitate diversă.

b) Dezvoltarea şi internaţionalizarea pieţelor de capitaluri contribuie la revigorarea strategiei bazate pe rata dobânzii, deoarece dobânda este singura variabilă de natură să influenţeze cererea şi oferta de pe aceste pieţe. În condiţiile liberalizării mişcărilor de capital, este necesar, de asemenea, ca banca

centrală dintr-o anumită țară să poată acționa asupra ratei dobânzii din țara respectivă pentru a contracara intrările sau ieşirile de capital indezirabile.

Țintirea ratei dobânzii este, deci, o strategie de politică monetară mai adecvată în raport cu caracteristicile actualului sistemul financiar mondializat. Aceste caracteristici permit valorificarea virtuților acestei strategii, care, prin natura sa, este conformă cu legile economiei de piață şi cu principiile raționalității economice.

Oscilațiile în ceea ce priveşte importanța acordată în cursul timpului acestei strategii învederează totuşi că opțiunea pentru o anumită modalitate concretă de aplicare a politicii monetare depinde în mare măsură de cadrul instituțional existent, care face ca o anumită strategie să fie sau să nu fie eficace. În modul acesta, alegerea respectivă depinde de condițiile concrete existente în economie, ceea ce ilustrează eclatant ideea de relativitate enunțată la începutul acestei lucrări.

La ora actuală, strategiile de politică monetară aplicate de principalele bănci centrale ale lumii conțin, în unele cazuri, obiective explicite privind rata dobânzii (SUA, Canada, Australia), pe când, în alte cazuri, cuprind doar obiective implicite (Banca Centrală Europeană). Aceasta din urmă, de exemplu, urmăreşte ca ratele pe termen scurt de pe piață să nu se abată excesiv de la nivelul ratei dobânzii aferente operațiunilor *„fine tuning"* pe care le realizează.

2.4. Țintirea inflației

Țintirea inflației (*inflation targeting*) este o strategie de politică monetară care urmăreşte menținerea ratei inflației în apropierea unui anumit nivel definit cu anticipație. Această strategie a fost adoptată în anii '90 de un mare număr de țări: Noua Zeelandă (1989), Chile (1990), Canada (1991), Israel (1991), Anglia (1992), Suedia (1993), Finlanda (1993), Australia (1993), Spania (1994), Cehia (1998), Polonia (1999), Ungaria (2001) etc. În general, strategia a fost încununată de succes: în toate cazurile, rata inflației a scăzut după adoptarea noului regim — ceea ce, în fond, reprezintă motivul esențial pentru care acesta a fost adoptat[1].

[1] — Isărescu M., *Spre o nouă strategie de poilitică monetară: țintirea directă a inflației*, ed. cit., p. 16.

La ora actuală, strategia respectivă se aplică mai mult sau mai puțin explicit în zona euro, SUA, Africa de Sud, Brazilia, Chile, Columbia, Coreea de Sud, Mexic, Peru, Filipine, Thailanda etc. În România, țintirea inflației a fost introdusă în anul 2005.

Utilizarea țintirii inflației se bazează pe următoarele două argumente:

1) În conformitate cu ceea ce se numeşte „noua macroeconomie clasică", avantajele unei politici monetare expansioniste sunt tranzitorii, pe când consecințele negative în termeni de inflație sunt durabile. Ca urmare, este necesar ca autoritățile să ducă o politică monetară neinflaționistă. Or, în măsura în care angajamentul guvernului în acest sens nu este credibil, este necesar ca banca centrală să fie independentă, pentru a contracara ea anticipațiile inflaționiste. Importanța independenței băncii centrale pentru eficacitatea politicii monetare a fost demonstrată matematic de Barro şi Gordon, într-un cunoscut articol apărut în anul 1982[1].

2) În măsura în care anticipațiile joacă un rol fundamental în formarea prețurilor, este important ca banca centrală să fie credibilă în intenția sa de a limita inflația. Într-adevăr, stabilirea unei ținte privind inflația permite publicului să judece cu uşurință eficacitatea băncii centrale, iar o bancă centrală credibilă are mai multe posibilități de a-şi aplica politica. Acest raționament, care face o legătură între respectarea anumitor reguli şi credibilitate, a fost expus de F. Kydland şi E. Prescott, într-un articol din 1977[2].

Țintirea directă a inflației se aseamănă cu controlul agregatelor monetare, în sensul că, în ambele cazuri, deciziile de politică monetară depind de previziunile băncii centrale cu privire la inflație. Cu toate acestea, din alte puncte de vedere, strategiile respective sunt foarte diferite.

2.4.1 Conținutul strategiei țintirii inflației

Țintirea inflației poate fi definită ca fiind *„ acea strategie de politică monetară, care se caracterizează prin anunțarea publică a unui anumit obiectiv cantitativ (marjă de variație) privind rata inflației, valabil pentru una sau mai multe perioade, precum şi*

[1] — Barro R., Gordon D., *Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy*, ed. cit. A se vedea cap.IX §1 *infra*.

[2] — Kydland F., Prescott E., *Rules rathe then Discretion: The Inconsistency of Optimal Plan*, Journal of Political Economy, 85, 3, 1977.

prin proclamarea reducerii inflației ca principal obiectiv, pe termen lung, al politicii monetare"[1].

Alte trăsături importante ale acestei strategii sunt considerate de autorii citați efortul de a comunica publicului planurile și obiectivele autorităților monetare, precum și, în unele cazuri, mecanismele de sporire a responsabilității băncii centrale pentru atingerea obiectivelor respective.

În literatură, există numeroase alte definiții ale strategiei „țintirii inflației", care, într-un mod sau altul, învederează următoarele elemente:

a) stabilitatea prețurilor ca principal obiectiv al politicii monetare;

b) anunțarea unui obiectiv privind rata inflației formulat în termeni numerici;

c) stabilirea unui obiectiv privind rata inflației valabil pe termen mediu, cuprinzând una sau mai multe perioade de referință;

d) comunicare intensă cu publicul;

e) adoptarea unei reguli de politică monetară specifice, referitoare la creșterea nivelului general al prețurilor;

f) previzionarea inflației și a creșterii *PIB* și publicarea datelor respective;

g) armonizarea politicii monetare cu politicile guvernamentale („dependență prin obiective");

h) independența instrumentală și responsabilitatea băncii centrale.

Rezultă că țintirea inflației este o strategie de politică monetară prin care banca centrală își stabilește ca obiectiv final stabilitatea prețurilor, fără a recurge în acest scop la obiectivele intermediare tradiționale referitoare la agregatele monetare, oferta de monedă, cursul de schimb etc. După cum se apreciază într-o importantă lucrare consacrată acestui subiect, apărută sub egida BNR, această strategie reprezintă o modalitate de reconciliere a extremelor, în sensul că îmbină constrângerea impusă la nivelul obiectivului cu o anumită marjă de flexibilitate la nivelul instrumentelor utilizate de autoritatea monetară[2].

Faptul că un mare număr de țări au adoptat strategia țintirii inflației se explică prin avantajele acestei strategii. Aceste avantaje pot fi sintetizate astfel:

a) strategia este conformă cu principiul stabilității prețurilor, care a triumfat în teoria și practica economică actuală;

---

[1] — Bernanke S., Laubach T., Mishkin F., Posen A., *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton University Press, Princeton, 1999, p. 4.

[2] — Popa C., ș. a., *Țintirea directă a inflației: o nouă strategie de politică monetară. Cazul României*, Caiete de studii BNR, 10, 2003, p. 8.

b) este simplă (în teorie);

c) s-a dovedit a fi performantă.

2.4.2. Elementele operaționale

Țintirea inflației este un cadru de politică monetară care obligă banca centrală să asigure o inflație redusă, nu o rețetă precisă de atingere a acestui obiectiv. Procesul constă, în esență, în următoarele faze şi operațiuni:

1) banca centrală stabileşte un obiectiv privind rata inflației (nivel-țintă sau coridor-țintă);

2) politica monetară se realizează cu instrumentele obişnuite (taxa de rescont, operațiunile *open market*, rezervele obligatorii etc.);

3) banca centrală previzionează evoluția inflației;

4) în funcție de diferența între previziuni şi țintă, se ajustează politica monetară.

1) Prima fază a aplicării strategiei țintirii inflației este, în mod normal, stabilirea de către banca centrală a unui obiectiv privind rata inflației (nivel-țintă sau coridor-țintă) şi publicarea unui comunicat comun al băncii centrale şi guvernului (reprezentat, de obicei, de ministerul de finanțe), prin care se face cunoscut obiectivul respectiv, precum şi perioada de timp în care se prevede atingerea acestuia (de exemplu, o rată anuală a inflației de 3,5% +/- 1 % pentru următorii doi ani).

2) A doua fază este atingerea propriu-zisă a obiectivului anunțat privind inflația, proces care se realizează cu instrumentele de politică monetară aflate în mod obişnuit la dispoziția unei bănci centrale moderne (taxa de rescont, *open market*, rezervele obligatorii etc.).

În această privință, esențialul este ca banca centrală să fie liberă să-şi aleagă instrumentele pe care le consideră adecvate în raport cu obiectivul fixat; ea este însă obligată să publice regulat informații cu privire la deciziile sale şi la modul de fundamentare a acestora. Această transparență contribuie la reducerea incertitudinilor cu privire la orientările viitoare ale politicii monetare, întărind, prin aceasta, credibilitatea băncii centrale.

În aceste condiții, se poate spune că țintirea inflației constituie un cadru de aplicare a politicii monetare într-un regim de libertate supravegheată. Aceast cadru se bazează pe reguli, deoarece stabilirea unei ținte explicite privind

inflația obligă banca centrală să aplice o politică riguroasă, însă lasă totodată băncii centrale libertatea de a-şi alege modul de utilizare a instrumentelor de care dispune, ceea ce îi conferă o anumită marjă de manevră pentru a face față eventualelor şocuri endogene şi exogene.

3) Banca centrală previzionează evoluția inflației, ceea ce necesită o bună cunoaştere a procesului de transmisie, folosirea unor modele teoretice şi econometrice adecvate, existența unor date statistice consistente, care să permită estimarea unor legături stabile între inflație şi celelalte variabile macroeconomice, existența unor piețe de capitaluri funcționale, capabile să furnizeze, în timp util, informații corecte băncii centrale, ca răspuns la acțiunile acesteia etc.[1]

4) În fine, în funcție de diferența între previziuni şi țintă, se ajustează în mod corespunzător politica monetară. Într-un caz tipic de țintire a inflației, banca centrală îşi reglează instrumentele — de exemplu, rata dobânzii de referință — la o dată calendaristică stabilită cu anticipație, şi anume în aşa fel încât rata previzionată a inflației — de exemplu, rata anuală a inflației pentru anul în curs — să se situeze cât mai aproape de obiectivul stabilit.

Se poate, deci, afirma că rata previzionată a inflației serveşte ca obiectiv intermediar, în sensul că ecartul între rata previzionată şi rata-țintă determină acțiunea care urmează a fi intreprinsă. Acestă abordare prospectivă este, evident, recomandabilă, având în vedere decalajele (*lags*) lungi şi variabile care intervin între momentul modificării instrumentelor monetare şi materializarea efectelor respective asupra obiectivului strategic final. Spre deosebire de aceasta, o abordare de tip *post factum*, adică una care constă într-o reacție la inflația trecută sau actuală este, prin definiție, o strategie aplicată cu întârziere, care sporeşte riscul de variabilitate a inflației şi a producției.

In practică, banca centrală decide orientarea viitoare a politcii sale monetare pe baza informațiilor furnizate de un ansamblu de indicatori (de exemplu, rata inflației previzionată, obținută cu ajutorul unor modele macroeconomice structurale), a unor metode relativ mecanice (de exemplu, analiza vectorilor autoregresivi) sau mai nuanțate (de exemplu, rezultatele anchetelor cu privire la anticipațiile inflaționiste). De asemenea, autoritățile monetare țin seama de evoluția variabilelor monetare şi financiare-cheie, cum ar fi, masa monetară,

[1] — Popa C., ş. a., *Țintirea directă a inflației: o nouă strategie de politică monetară. Cazul României*, ed. cit., p. 13.

volumul creditului, structura ratelor dobânzii în funcție de criteriul scadenței, prețurile activelor financiare, condițiile pieței muncii etc. Necesitatea recursului la instrumentele de ajustare devine evidentă în cazul în care doi sau mai mulți indicatori sugerează că inflația va depăși, probabil, ținta.

2.4.3. Țintirea inflației și transparența

Politica monetară este cu atât mai eficientă, cu cât piețele înțeleg mai bine obiectivele și legăturile dintre aceste obiective și măsurile prescrise. Transparența joacă astfel un rol-cheie, indicând piețelor că banca centrală se simte responsabilă de rezultatele pe care le obține, ceea ce favorizează, la rândul său, o mai mare disciplină în conceperea și aplicarea politicii monetare. Transparența joacă, de asemenea, un anumit rol în țintirea nivelurilor diverselor variabile monetare, în măsura în care obiectivele strategice, inclusiv țintele intermediare, sunt publicate.

Din aceste motive, partizanii țintirii inflației pledează pentru comunicare permanentă și în condiții de transparență maximă a băncii centrale cu publicul. De altfel, anunțul explicit privind ținta inflației este mai ușor de înțeles de către opinia publică decât ideea de „creștere" a unui agregat sau altul. Pe de altă parte, deoarece costul inflației depinde nu numai de nivelul, ci și de variabilitatea ratei inflației, obiectivele explicite, care reduc incertitudinea cu privire la evoluția viitoare a inflației, facilitează luarea celor mai bune decizii în materie de economii și investiții, ceea ce duce la creșterea productivității globale. În plus, anunțându-și intențiile, banca centrală poate contribui la reducerea volatilității piețelor financiare și, în modul acesta, la reducerea primelor de risc și a altor genuri de prime (de exemplu, primele pe care le conțin derivativele).

Principala cale prin care banca centrală își poate spori credibilitatea este, în mod evident, atingerea țintei de inflație anunțate. De aceea, toate băncile centrale care practică țintirea inflației publică „Rapoarte" periodice, în care explică ecartul dintre rata inflației actuală și rata-țintă și prezintă orientările viitoare ale politicii monetare. Pentru a ajuta publicul să înțeleagă mai bine raționamentele băncii centrale, aceste „Rapoarte" conțin, de asemenea, o descriere a mijloacelor utilizate pentru previzionarea ratei inflației, o evaluare a șanselor de îmbunătățire sau a riscurilor de înrăutățire a situației, precum și o

prezentare a modului în care banca centrală va reacționa la diverse scenarii previzibile. Aceste atenționări prealabile reduc riscul interpretării eronate a reacțiilor băncii centrale în diverse circumstanțe.

2.4.4. Condiții prealabile

Țintirea inflației necesită îndeplinirea unor condiții primordiale, care trebuie create prin decizii prealabile ale autorităților. Ca natură, aceste condiții sunt de două tipuri: instituționale şi tehnice.

Principalele condiții instituționale sunt următoarele[1]:

1) opțiunea pentru stabilitatea prețurilor;

2) independența băncii centrale;

3) armonizarea politicii monetare cu politica fiscală şi absența dominanței fiscale;

4) dezvoltarea suficientă a sistemului financiar;

5) curs de schimb flexibil.

1) Opțiunea pentru stabilitatea prețurilor presupune ca băncii centrale să i se acorde un mandat clar prin care acest obiectiv să aibă un caracter fundamental şi prioritate față de alte obiective, cum ar fi, creşterea economică, ocuparea ridicată a mâinii de lucru, competitivitatea externă etc.

După cum se subliniază în literatură, un rol important în formularea acestei opțiuni este componenta de ordin cultural, adică înțelegerea şi acceptarea la nivelul societății a importanței eforturilor pentru stabilitatea prețurilor şi a încrederii în politicile adoptate de autorități[2].

2) Independența băncii centrale înseamnă, după cum am mai menționat, libertatea acesteia de a alege instrumentele de politică monetară. În plan instituțional, aceasta implică existența unei legi care să statueze independența organismului de conducere al băncii centrale (numit pe termen lung şi protejat de revocări arbitrare) față de guvern şi care să acorde băncii centrale controlul exclusiv şi complet în alegerea şi executarea acțiunilor care se impun pentru atingerea obiectivului strategic privind rata inflației.

---

[1] — Apud. Popa C., ş. a., *Țintirea directă a inflației: o nouă strategie de politică monetară. Cazul României*, ed.cit., p. 9-11.

[2] — Isărescu M., *Spre o nouă strategie de poilitică monetară: țintirea directă a inflației*, ed. cit., p. 20.

3) Armonizarea politicii monetare cu politica fiscală şi absenţa dominanţei fiscale sunt necesare, deorece independenţa *de jure* a băncii centrale poate fi restrânsă *de facto* de prezenţa dominanţei fiscale, care distorsionează eficienţa măsurilor de politică monetară.

Dominanţa fiscală este relevată de următoarele simptome:

a) finanţarea deficitului public direct de către banca centrală sau de către sistemul bancar;

b) dependenţa guvernului de veniturile din senioraj;

c) insuficienta dezvoltare a pieţelor financiare, ceea ce nu permite tranzacţionarea titlurilor publice sau private;

d) nivelul nesustenabil al datoriei publice.

Dacă aceste fenomene se manifestă, ele vor genera presiuni inflaţioniste, ce vor submina eficacitatea politicii monetare în atingerea oricărei ţinte nominale, impunându-i o atitudine acomodativă. Or, realizarea obiectivului privind inflaţia impune ca politica fiscală să fie cea care se adaptează la politica monetară, nu invers. De aceea, în literatură, se apreciază că într-o ţară în care se înregistrează pe o durată de 3-5 ani rate anuale ale inflaţiei de 5%-20%, politica monetară şi cea fiscală sunt practic inseparabile, ceea ce face ca banca centrală să nu poată realiza singură reducerea semnificativă şi durabilă a inflaţiei[1].

4) Dezvoltarea suficientă a sistemului financiar atenuează efectele dominanţei fiscale, deoarece sporeşte posibilităţile guvernului de a se împrumuta pe piaţa internă şi, deci, de a nu recurge la senioraj şi la alte forme de dominanţă fiscală. De asemenea, pieţele de capital suficient de dezvoltate pot furniza băncii centrale informaţiile de care aceasta are nevoie cu privire la anticipaţiile pe care le fac agenţii economici. În fine, în condiţiile existenţei unor pieţe dezvoltate, intermediarii financiar nebancari, care, în general, au o puternică aversiune faţă de inflaţie şi de politicile inflaţioniste, dispun de forţa necesară pentru a exercita presiuni asupra autorităţilor ca acestea să-şi respecte angajamentele asumate — în cazul în care politicile implementate tind să devieze de la obiectivul de inflaţie stabilit.

Stabilitatea sistemului bancar reprezintă, de asemenea, un factor de favorizare a reuşitei unei strategii de ţintire directă a inflaţiei, deoarece

---

[1] — Masson P., Savastano M., Sunil S., *Can Inflation Targeting Be a Framework for Monetary Policy in Developing Countries?*, Finance & Development, IMF, 130, 1997 (Apud. Popa C., ş. a., *Ţintirea directă a inflaţiei: o nouă strategie de politică monetară. Cazul României*, ed.cit., p. 9).

diminuează posibilitatea ca banca centrală să sacrifice obiectivul de inflație pentru a evita o criză de sistem.

Cu toate acestea, în literatură se arată că experiența recentă a unor țări cu economie în dezvoltare sau în tranziție demonstrează că implementarea țintirii inflației este compatibilă şi cu un stadiu mai puțin avansat de maturizare a piețelor financiare. Prin prisma acestor experiențe, existența unui sistem financiar dezvoltat constituie un factor care facilitează implementarea țintirii inflației, fără să fie însă o condiție *sine qua non*[1].

5) Cursul de schimb flexibil este necesar din cauza asumării ca obiectiv prioritar atingerea țintei de inflație şi existenței amintitului „triunghi al incompatibilităților". Cu toate acestea, cursul de schimb flexibil prezintă el însuşi o serie de riscuri, mai ales în economiile „dolarizate" sau „eurizate", deoarece deprecierea rapidă poate determina creşterea sarcinii datoriei externe, pe când aprecierea monedei poate determina deteriorarea situației balanței comerciale. Ca urmare, implementarea țintirii directe a inflației, mai ales în economiile parțial „dolarizate" sau „eurizate", necesită, în prealabil, introducerea unor reglementări prudențiale stricte şi a unei supravegheri eficiente a instituțiilor financiare, care să asigure capacitatea sistemului de a absorbi şocurile cursului de schimb[2].

Condițiile tehnice prealabile introducerii țintirii inflației sunt[3]:

1) alegerea unui indice de prețuri adecvat (reprezentativ pentru puterea de cumpărare a monedei şi uşor de înțeles de către public);

2) stabilirea explicită a unei ținte cantitative, a intervalului de fluctuație acceptat şi a orizontului de timp în care se va urmări atingerea obiectivului;

3) elaborarea de către banca centrală a unui model performant de prognoză a inflației.

1) Alegerea unui indice de prețuri adecvat este impusă de necesitatea definirii unui parametru cu ajutorul căruia să se măsoare inflația. Cele două variante evidente sunt indicele prețurilor de consum (IPC) şi deflatorul PIB. Acesta din urmă prezintă avantajul că reflectă mai bine ceea ce se numeşte „inflația strucuturală", însă IPC are numeroase avantaje pe plan operațional, dintre care amintim următoarele:

---

[1] — Popa C., ş. a., *Țintirea directă a inflației: o nouă strategie de politică monetară. Cazul României*, ed.cit., p. 10.

[2] — Ibidem.

[3] — Idem, p. 11.

a) este bine cunoscut de public;

b) este calculat lunar şi difuzat cu mică întârziere (şi, deci, poate fi urmărit regulat);

c) este foarte rar revizuit.

Autoritățile trebuie, de asemnea, să soluționeze o altă problemă importantă, şi anume să stabilească dacă urmează să țină seama de toate fluctuațiile inflației, ori să excludă fluctuațiile pe termen scurt, considerate exogene.

În majoritatea cazurilor, țintirea este centrată pe aşa-numita „inflație de bază", ceea ce presupune excluderea din IPC a unor prețuri care variază atipic, în funcție de şocurile în planul ofertei (energie, produse alimentare, dobânzi ipotecare etc.), a prețurilor fixate administrativ, a prețurilor rezultate prin adăugarea impozitelor indirecte ş.a.m.d.

Adoptarea unei ținte privind „inflația de bază" înseamnă că politica monetară va ține seama exclusiv de impactul inițial al acestor creşteri de prețuri şi va face abstracție de efectele secundare, derivate din spirala prețuri-salarii.

2) Stabilirea explicită a unei ținte cantitative, a intervalului de fluctuație acceptat şi a orizontului de timp în care se va urmări atingerea obiectivului constituie cea de-a doua problemă importantă pe care trebuie să o soluționeze banca centrală în procesul de introducere a acestei strategii.

În majoritatea țărilor industrializate, cu inflație redusă, au fost alese ținte între 1%-3%.

În România, ținta de inflație a fost de 5%+/-1% în 2006, de 4 în 2007 şi de 3,5%+/-1% în 2008 .

În general, se admite că rate mai înalte pot amorsa un proces de autoamplificare a inflației şi că, deci, pot antrena costuri sociale şi reducerea eficacității strategiei discutate aici. Totuşi, nu este de dorit nici ca obiectivul să fie fixat la nivelul zero al ratei inflației. Aceasta, deoarece rigiditatea la scădere a salariilor şi a prețurilor nominale justifică o rată a inflației pozitivă, de natură a permite ajustările necesare ale salariilor reale şi ale prețurilor relative.

Pe de altă parte, obiectivul zero nu ar permite apariția de dobânzi reale negative, chiar dacă acestea devin necesare în cursul ciclului economic.

În ceea ce priveşte opțiunea între o țintă punctuală sau o bandă de fluctuație (țintă înscrisă într-o zonă de toleranță predeterminată), aceasta depinde de amploarea dificultățile inerente previzionării inflației, precum şi de

mărimea incertitudinilor privind decalajele pe care le conține procesul de transmisie. Într-adevăr, toți aceşti factori dau naştere unui anumit risc ca nivelul-țintă al ratei inflației să nu fie atins, cu toate consecințele care decurg de aici pe planul credibilității. De asemenea, trebuie avut în vedere faptul că un nivel-țintă necesită un reglaj foarte precis al politicii monetare, ceea ce, din diverse motive, nu este întotdeauna posibil. În aceste condiții, poate fi recomandabilă stabilirea unei anumite marje de variație în jurul nivelului-țintă, nu a unei ținte punctuale.

Această formulă necesită însă definirea prealabilă a mărimii marjei de variație. O bandă prea îngustă prezintă aceleaşi inconveniente ca şi o țintă punctuală. Însă, banda nu poate fi nici prea largă, deoarece, pe măsură ce se lărgeşte banda, deşi probabilitatea atingerii țintei creşte, efectul negativ al acestei toleranțe asupra anticipațiilor inflaționiste se amplifică.

Trebuie totuşi spus că, în pofida dificultăților pe care le ridică stabilirea zonei-țintă, această soluție este cea care a fost reținută de majoritate băncilor centrale, inclusiv BNR (caz în care marja este de +/- 1%).

În fine, trebuie definit orizontul de timp al strategiei, adică viteza cu care se va reduce inflația. În practică, dacă rata inițială a inflației este mult mai mare decât rata-țintă, viteza de reducere depinde de costurile dezinflației. Astfel, o dezinflație graduală poate fi preferabilă în cazul existenței anticipațiilor inflaționiste puternice, care necesită timp pentru a se ajusta, ori când credibilitatea este insuficientă. În acelaşi timp, necesitatea de a opri mişcarea inerțială a anticipațiilor inflaționiste şi de a creşte credibilitatea pledează pentru o dezinflație mai rapidă.

În Canada şi Noua Zeelandă, de exemplu, obiectivul este urmărită prin asigurarea încadrării în bandă, în orice moment, pe un orizont de 5 ani. În mod similar, în Polonia, orizontul de atingere a țintei de inflație este de un an, dar acesta urmează a fi extins pe măsură ce va creşte perioada de reacție a economiei la acțiunile băncii centrale (pe fondul unei inflații scăzute şi al diversificării piețelor financiare). În România, mărimea orizontului de timp în care se urmăreşte atingerea țintei de inflație este de un an de zile.

Evident, dacă rata inflației se apropie deja de nivelul optimal, strategia țintirii inflației trebuie să opereze astfel încât să mențină această rată indefinit.

3) Elaborarea şi utilizarea de către banca centrală a unui model performant de prognoză a inflației este esențială într-un regim de țintire a inflației, dat fiind

amintitul caracter anticipativ al unei astfel de strategii de politică monetară. După cum am arătat, corectitudinea predicțiilor depinde însă de numeroşi factori, cum ar fi, cunoaşterea procesului de transmisie şi, în general, a modului de funcționare a economiei, însuşirea tehnicii unor modele teoretice şi econometrice adecvate, existența unor date statistice relevante, existența unor informații referitoare la reacțiile piețelor de capitaluri etc.

În concluzie, aplicarea țintirii directe a inflației nu este deloc simplă, căci atingerea țintei de inflație depinde de numeroşi factori politici, economici şi, în ultimă instanță, de sprijinul societății. Aceasta, deoarece țintirea inflației este mai mult decît o tehnică; ea măreşte răspunderea băncii centrale şi o obligă la o strînsă conlucrare cu guvernul, sindicate, patronat etc. Pentru România, adoptarea unei asemenea strategii este importantă, aşadar, mai ales prin rolul său disciplinator.

3. Instrumentele politicii monetare

Instrumentele politicii monetare sunt metode, procedee, tehnici etc., prin care autoritățile acționează asupra mărimii şi dinamicii variabilelor monetare pe care le vizează. Există două tipuri de instrumente:

1) generale şi indirecte;

2) specifice şi directe.

1) Instrumentele generale şi indirecte sunt utilizate în majoritatea economiilor contemporane şi acționează asupra mecanismelor monetare fără a le bloca funcționarea. Astfel, manevrarea taxei de rescont, operațiunile *open market* şi rezervele obligatorii sunt instrumente generale de intervenție; ele se bazează fiecare pe o anumită logică, inerentă unui anumit proces economico-monetar: creditul în forma istorică a scontului — în cazul taxei de rescont; piața financiară — în cazul operațiunilor *open market*; formarea ofertei de monedă — în cazul rezervelor obligatorii. În situația în care banca centrală intervine cu ajutorul acestor instrumente, ea adoptă logica proceselor respective, însă modifică anumite elemente ale acestora. Sistemul economic în anasmblul său este lăsat totuşi să reacționeze la modificarea pe care banca centrală a provocat-o în mod intenționat.

Instrumentele indirecte sunt compatibile, deci, cu legile pieței și cu independența juridică a băncilor comerciale față de banca centrală.

2) Instrumentele specifice și directe sunt utilizate doar în anumite țări și perioade și acționează nemijlocit asupra situației financiare a băncilor comerciale, impunându-le o anumită conduită prescrisă de banca centrală. Astfel, dirijarea și limitarea creditelor sunt procedee coercitive, care transformă băncile comerciale în simplii distribuitori de credite către sectoarele și ramurile economice desemnate de autorități, într-un volum și în condiții stabilite pe cale administrativă.

La ora actuală, evoluția generală a politicii monetare se caracterizează prin utilizarea instrumentelor indirecte, îndeosebi a celor care se bazează pe mecanismele pieței de capitaluri și, deci, pe acțiunea ratei dobânzii.

3.1. Taxa de rescont

Manevrarea taxei de rescont se bazează pe o modalitate de refinanțare — rescontul — și pe rata dobânzii aferentă acestei refinanțări — taxa de rescont oficială a băncii centrale.

3.1.1. Tehnica resontului

Rescontul este o tehnică de refinanțare a băncilor comerciale, care le pune în legătură directă cu banca centrală, fără a recurge la piața interbancară. *Astfel, prin rescont, băncile comerciale împrumută lichidități direct de la banca centrală, căreia îi cedează în schimb titlurile private (trate, bilete la ordin etc.), pe care le dețin în portofoliul lor și pe care le-au obținut prin operațiuni de scont efectuate anterior cu clienții lor (de unde și denumirea de „rescont").* Titlurile respective reprezintă, așadar, credite cu dobânda pieței (taxa de scont), acordate de băncile comerciale economiei.

Rata dobânzii la care o bancă comercială, care a acordat deja credite economiei, se refinanțează (taxa de rescont), este stabilită cu anticipație și în mod unilateral de banca centrală, care devine, prin rescontarea titlurilor, finanțatorul final al creditelor respective.

În trecut, rescontul a constituit principala cale de refinanțare a băncilor comerciale, iar taxa de rescont a fost principalul instrument de politică monetară. În prezent, ponderea acestei forme de refinanțare este sub 2%-3%, ceea ce a diminuat foarte mult rolul acestui instrument.

Explicația reducerii importanței rescontului și înlocuirii sale treptate cu operațiunile de *open market* rezidă în modificarea rolului băncii centrale. Astfel, dacă, în trecut, banca centrală a fost în principal o „bancă a băncilor", însărcinată cu alimentarea cu lichidități a băncilor comerciale, în prezent ea a devenit în primul rând „autoritatea monetară" a țării respective, adică un for însărcinat cu elaborarea și aplicarea politicii monetare. Or, banca centrală nu-și poate îndeplini corect acest rol decât în măsura în care controlează propria sa producție de „monedă primară", ceea ce înseamnă că ea trebuie să reziste nu numai presiunilor Trezorerie publice, ci și cererilor de refinanțare mai mult sau mai puțin automată din partea băncilor comerciale.

În România, titlurile private se folosesc încă pe scară redusă, iar, ca urmare, procedura scontului și a rescontului este practic inexistentă.

3.1.2. Efectele modificării taxei de rescont

Taxa de rescont constituie atât rata dobânzii de refinanțare oficială a băncii centrale, cât și rata dobânzii directoare pentru ansamblul dobânzilor formate în economie.

Astfel, ca rată oficială de refinanțare, taxa de rescont protejează băncile împotriva fluctuațiilor valorii titlurilor pe care le dețin, asigurându-le un profit cunoscut cu anticipație. Într-adevăr, pentru a dispune de o sursă de refinanțare la un cost definit, este suficient ca o bancă comercială să dețină în permanență un anumit portofoliu de titluri private de genul celor primite la rescontul băncii centrale.

În aceste condiții, majorarea sau reducerea taxei de rescont constituie, într-adevăr, un instrument de politică monetară eficace, deoarece măsura respectivă influențează mărimea costurilor de refinanțare ale băncilor comerciale.

Creșterea taxei de rescont, de exemplu, determină, pe de o parte, devalorizarea portofoliului de titluri ale băncilor, iar pe de altă parte, refinanțarea în condiții dezavantajoase a titlurilor vechi, ceea ce, în principiu,

duce la limitarea activității băncilor comerciale şi, deci, la încetinirea ritmului de creştere a volumului creditelor noi acordate şi a ofertei de monedă.

Cu toate acestea, în cazul în care cererea de credite este inelastică în raport cu costul, băncile comerciale pot repercuta creşterea taxei de rescont asupra dobânzilor pe care le pretind de la clienți, ceea ce face ca măsura amintită, adoptată de banca centrală, să nu dea rezultate.

Ca urmare, factorul de limitare a activității băncilor comerciale rezidă, în principal, în rolul taxei de rescont de rată directoare a dobânzii. Într-adevăr, prin faptul că repercutează creşterea taxei de rescont asupra costului creditului, băncile comerciale modifică, de fapt, toți parametrii în care se desfăşoară procesul de finanțare a activității economice. Acțiunea exercitată de această modificare asupra întregului eşafodaj al ratelor dobânzii a fost deja prezentată în cap. VII &2 *supra* şi în cap. VIII &2.3 *supra*. După cum am arătat, natura şi amploarea efectelor respective depind de suprastructura financiară a țării şi de circumstanțele concrete în care se află economia.

De exemplu, în cazul în care intreprinderile au o mare nevoie de credite şi nu există alte surse de finanțare, creşterea taxei de rescont este inițial ineficace. Aceasta, deoarece absența altor surse de finanțare constrânge intreprinderile să se împrumute de la bănci, chiar dacă împrumuturile respective au un cost ridicat. Ulterior, începe să se resimtă însă presiunea exercitată de creşterea dobânzilor plătite asupra nivelului costurilor intreprinderilor debitoare, iar, ca urmare, acestea vor fi nevoite să să-şi restrângă activitatea. Ineficacitatea inițială, iar apoi amploarea impactului resimțit în faza a doua sunt, astfel, cele două caracteristici ale acestui instrument de politică monetară. Ca urmare, utilizarea acestui instrument este însoțită adesea de diverse procedee menite să îi atenueze efectele: taxe de rescont multiple, primire la rescont peste plafoanele existente, intervenții ale băncii centrale pe piața interbancară prin operațiuni de *open market* etc.

În trecut, taxa de rescont a constituit principalul instrument de politică monetară, printre altele şi datorită simplității şi clarității sale. În prezent, taxa de rescont este utilizată mai degrabă ca un instrument secundar, în cadrul unor facilități speciale oferite de banca centrală băncilor comerciale.

3.2. Operațiunile *open market*

Operațiunile open market sunt operațiuni prin care banca centrală cumpără și vinde titluri pe piața interbancară (piața monetară). Spre deosebire de rescont, care pune în relație directă o anumită bancă comercială cu banca centrală, la inițiativa celei dintâi, operațiunile *open market* permit băncii centrale să ia inițiativa și să intervină pe piața interbancară de pe care băncile comerciale se aprovizionează cu lichidități.

Rata dobânzii aferentă operațiunilor respective se formează pe amintita piață interbancară. Banca centrală poate însă influența nivelul acestei dobânzi prin modularea aportului său de lichidități (realizată prin cumpărările de titluri pe care le efectuează), respectiv, prin modularea absorbției de lichidități (realizată prin vânzările sale de titluri).

3.2.1. Suportul operațiunilor *open market*

Suportul operațiunilor *open market* este constituit, de regulă, de titlurile publice. Titlurile folosite și operațiunile efectuate cu acestea sunt foarte diverse: bonuri de tezaur, certificate de datorie, obligațiuni de stat etc.

Motivul pentru care se folosesc titluri publice este că, în majoritatea țărilor, creditele guvernamentale reprezintă un contrapost important al ofertei de monedă. Ca urmare, băncile comerciale dețin un important portofoliu de titluri publice, pe care banca centrală, la rândul său, le poate achiziționa sau revinde, în funcție de considerentele sale de politică monetară. Această împrejurare permite băncii centrale să acționeze eficace atât asupra volumului lichidității bancare, cât și asupra structurii activelor băncilor comerciale. Într-adevăr, banca centrală poate decide să vândă sau să cumpere numai anumite categorii de titluri, cu anumite scadențe, influențând, astfel, rata dobînzii aplicabilă în operațiunile aferente scadențelor respective.

De altfel, operațiunile *open market* au adesea ca scop facilitarea emisiunii de noi titluri publice. Astfel, banca centrală poate propune băncilor comerciale să le cumpere titlurile de stat vechi pe care le au în portofoliu, furnizându-le în modul acesta lichidități, pe care băncile comerciale le folosesc pentru a cumpăra titluri de stat noi.

Uneori, se folosesc şi titluri private, şi anume, în general, de acelaşi tip cu cele primite la rescontul băncii centrale.

În fine, trebuie arătat că unele bănci centrale, printre care şi BNR, realizează operaţiuni *open market* prin emiterea de certificate de depozit (*bills*).

Operaţiunile care pot fi efectuate cu toate aceste titluri sunt diverse: vânzări-cumpărări ferme (*outright operations*), vânzări-cumpărări cu clauză de răscumpărare (*repo*), la vedere, la termen de 1 lună, 3 luni, cu dobândă fixă, cu dobândă variabilă ş.a.m.d.

În general, aceste operaţiuni pot fi efectuate în permanenţă sau periodic; la rândul lor, operaţiunile periodice pot fi realizate la date regulate, cunoscute cu anticipaţie sau la date anunţate doar în momentul în care s-a decis efectuarea lor.

Un instrument de politică monetară cu funcţii asemănătoare cu cele ale operaţiunilor *open market*, folosit pe scară largă, de exemplu, de BNR, este constituirea de depozite la termen de către băncile comerciale. Facilitatea respectivă se atribuie băncilor comerciale prin licitaţii cu dobândă fixă. De regulă, periodicitatea cu care se organizează asemenea licitaţii (de exemplu, săptămânal — în cazul BNR), precum şi scadenţele depozitelor (de exemplu, două sătămâni — în cazul BNR) sunt standardizate.

3.2.2. Acţiunea operaţiunilor *open market*

Operaţiunile *open market* acţionează, în primul rând, asupra „bazei monetare" şi, deci, asupra ofertei de monedă (efect-cantitate).

Efectul cantitativ al operaţiunilor *open market* este evident: banca centrală cumpără sau vinde titluri pe piaţa interbancară, titluri pe care, în modul acesta, le monetizează sau demonetizează, după caz. Rezultatul acestor tranzacţii este creşterea (cumpărarea de titluri) sau scăderea (vânzarea de titluri) cantităţii de „monedă primară". Or, „moneda primară" este o monedă fundamentală (*high-powered money*) în raport cu moneda băncilor comerciale (moneda scripturală). Ca urmare, variaţiile „bazei monetare" se traduc, prin acţiunea „multiplicatorului", prin variaţii ale întregii mase monetare M_1, M_2 etc.

Se observă că există o deosebire esenţială faţă de operaţiunile de rescont, care nu fac altceva decât să însoţească pasiv creşterea masei monetare M_1, M_2 etc., creştere deja produsă cu ocazia scontării cambiilor de către băncile

comerciale. Spre deosebire de operațiunile de rescont, care constituie un instrument de conformare, operațiunile *open market* sunt un instrument de politică monetară preventiv, ceea ce constituie un evident avantaj, deoarece băncile comerciale nu mai dispun de nici o marjă de manevră în afara spațiului controlat de banca centrală. Într-adevăr, dacă la rescont recurg doar băncile comerciale care sunt nevoite să se refinanțeze de la banca centrală, în timp ce băncile cu excedent de lichiditidăți ies de sub incidența politicii de rescont a acesteia, sub acțiunea operațiunilor *open market* se află toate băncile, chiar şi cele care nu sunt dependente financiar de banca centrală.

Cu toate acestea, operațiunile *open market* prezintă şi ele anumite limite în ceea ce priveşte reglarea ofertei de monedă. Astfel, în unele cazuri, băncile comerciale dispun de importante rezerve lichide facultative, ceea ce înseamnă că „baza monetară" existentă este utilizată incomplet pentru crearea de monedă. O asemenea situație se întâlneşte, de exemplu, în România, unde excedentul de lichidități din sistemul bancar comercial este provocat de intrările masive de capital din străinătate. În cazurile de acest gen, băncile comerciale pot foarte bine să compenseze absorbția de lichidități făcută de banca centrală prin diminuarea rezervelor lor excedentare (facultative) — şi invers. Ca urmare, operațiunile *open market* nu vor influența oferta de monedă.

De asemenea, efectul operațiunilor *open market* este limitat de lansarea unor noi împrumuturi publice de către Trezoreria statului (dominanță fiscală). Într-adevăr, în momentul în care Trezoreria statului lansează un împrumut public, diminuarea de către banca centrală a lichidității sistemului bancar tocmai atunci când băncile comerciale au nevoie de aceste lichidități pentru a subscrie o nouă emisiune de titluri publice ar echivala cu subminarea întregii operațiuni de lansare a împrumutului public respectiv.

Operațiunile *open market* acționează, în al doilea rând, asupra ratei dobânzii de pe piața interbancară (efect-preț).

La fel ca efectul cantitativ, efectul valoric al operațiunilor *open market* este evident: banca centrală intervine pe piața interbancară fie în calitate de vânzător, fie în calitate de cumpărător de titluri, iar pentru că tranzacționează cantități importante de titluri, ea influențează nivelul prețurilor (cursurilor) titlurilor respective. Astfel, în cazul în care banca centrală vinde titluri, prețurile (cursurile) acestora scad, iar în cazul în care cumpărără titluri, prețurile

(cursurile) lor cresc. Nu există, aşadar, nici o deosebire faţă de comportamentul altor pieţe.

Preţurile (cursurile) titlurilor sunt legate însă de rata dobânzii aferentă creanţelor respective: creşterea preţului (cursului) unui titlu determină o scădere de egală valoare a randamentului (ratei dobânzii) acestuia — şi invers.

Rezultă că efectul-preţ exercitat de operaţiunile *open market* se exercită atât asupra cursurilor titlurilor tranzacţionate pe piaţa interbancară, cât şi asupra ratei dobânzii aferentă acestora. De altfel, în practică, conduita în materie de *open market* se defineşte prin stabilirea unui „nivel de intervenţie" pentru rata dobânzii de pe piaţa interbacară, nivel care, odată atins, determină banca centrală să înceapă efectuarea de asemenea operaţiuni. În cazul în care banca centrală decide să reducă acest „nivel de intervenţe", ea va incita băncile comerciale să îi vândă titluri, ceea ce duce la creşterea lichidităţii bancare. Invers, în cazul în care banca centrală decide să majoreze „nivelul de intervenţie", ea va descuraja băncile comerciale să îi vândă titluri sau chiar le va încuraja să cumpere titlurile pe care ea le oferă pe piaţă, ceea ce va determina absorbţia de lichidităţi[1].

O primă consecinţă a procesului descris mai sus este modificarea costului datoriilor agenţilor economici, la fel ca în cazul manevrării taxei de rescont. Astfel, variaţiile ratei dobânzii de pe piaţa interbancară, la care băncile comerciale pot obţine „moneda primară", se repercutează asupra dobânzilor pe care băncile comerciale le pretind de la clienţii lor pentru creditele pe care le acordă acestora din urmă. De asemenea, variaţiile ratei dobânzii de pe piaţa interbancară se repercutează asupra dobânzilor aferente datoriei publice, întrucât statul trebuie să confere bonurilor de tezaur şi celorlate genuri de titluri publice un randament comparabil cu randamentul plasamentelor pe care băncile le pot face pe piaţa interbancară. De exemplu, dacă randamentul titlurilor publice nou emise este prea mic, băncile comerciale, care dispun de lichidităţi, vor prefera să cumpere titluri prin *open market* de la banca centrală, mai degrabă decât de la Trezoreria statului, care rămâne astfel cu titlurile neplasate.

În modul acesta — la fel ca în cazul taxei de rescont — rata dobânzii de pe piaţa interbancară influenţează celelalte rate ale dobânzii existente în economie.

---

[1] — Trebuie însă menţionat că nici în acest caz reducerea volumului lichidităţilor existente în sistemul bancar nu este automată, deoarece aceste lichidităţi pot fi alimentate de afluxurile de capital din străinătate atrase de creşterea randamentului titlurilor.

În cazul operațiunilor *open market*, legătura respectivă este însă mult mai strânsă, deoarece rata dobânzii de pe piața interbancară reprezintă în mod cert costul marginal reprezentativ pentru refinanțarea băncilor comerciale.

A doua consecință a procesului descris anterior este modificarea „costului opțiunii" (*oportunity cost*) aferent plasamentelor bancare. Într-adevăr, băncile comerciale au de ales între, pe de o parte, a cumpăra titluri publice de la banca centrală (sau de celelalte bănci comerciale paricipante la piața interbancară), iar pe de altă parte, a accepta creanțe asupra secorului nebancar obținute prin acordarea de credite clienților. În cazul în care rata dobânzii de pe piața interbancară este ridicată, iar ratele dobânzii pe care băncile le pot încasa de la clienții lor sunt relativ mici (ținând seama şi de primele de risc aferente creditelor acordate), băncile comerciale îşi vor reduce oferta de credite şi, deci, oferta de monedă, cumpărând în schimb titluri prin *open market*. Invers, în cazul în care rata dobânzii de pe piața interbancară este relativ mai mică decât ratele dobânzii pe care le pot practica în relațiile cu clienții lor, băncile comerciale vor vinde titluri la *open market* şi vor folosi lichiditățile obținute în modul acesta pentru a se angaja în operațiunile de creditare solicitate de sectorul nebancar. În modul acesta, conduita băncii centrale în materie de operațiuni *open market* modifică elementele de calcul ale operațiunile de arbitraj pe care băncile comerciale le fac între, pe de o parte, acordarea de credite agenților nebancari şi, deci, cedarea de titluri din portofoliul lor băncii centrale, iar pe de altă parte, achiziționarea de titluri de la banca centrală şi, deci, neacordarea creditelor cerute de sectorul nebancar.

Este uşor de înțeles că, dacă rata dobânzii de pe piața interbancară creşte, băncile comerciale vor dori să-şi utilizeze lichiditățile (dacă le au) pentru plasamente pe această piață şi că, deci, din cauza creşterii dobânzii de piața respectivă, vor acorda, probabil, mai puține credite clienților. Invers, dacă piața interbancară se relaxează, băncile comerciale vor dori să efectueze mai puține plasamente pe această piață, utilizându-şi lichiditățile pentru a realiza un volum mai mare de operațiuni de creditare a sectorului nebancar.

Efectul asupra „costului opțiunii", prezentat mai sus, este însoțit de o consecință patrimonială asupra valorii portofoliului de titluri deținut de băncile comerciale, care intensifică efectul amintit. Astfel, creşterea ratei dobânzii de pe piața interbancară determină scăderea prețurilor (cursurilor) titlurilor deținute în portofoliu şi, deci, reducerea valorii acestui portofoliu. Ca urmare, băncile nu

vor dori să vândă în pierdere titlurile pe care le au, ci, dimpotrivă, vor fi interesate să cumpere titlurile ieftine existente pe piață, pentru ca — în ipoteza că anticipează o apropiată inversare a situației — să le poată revinde cu câștig. Invers, scăderea ratei dobînzii determină creşterea prețurilor (cursurilor) titlurilor negociabile şi, în consecință, abținerea băncilor comerciale de a le cumpăra şi dorința lor de a le vinde pentru a realiza un câştig. Rezultă că „efectul-avere", manifestat prin consecințele patrimoniale pe care variațiile ratei dobânzii le exercită asupra valorii portofoliului de titluri (aprecierea sau deprecierea acestui portofoliu) confirmă băncilor comerciale corectitudinea politicilor de creditare pe care le-au adoptat ca urmare a „efectului-preț", sporind, astfel, intensitatea acestuia din urmă.

În concluzie, acțiunea pe care operațiunile *open market* o exercită asupra ratei dobânzii influențează, într-o manieră conjugată, atât voința băncilor comerciale de a acorda credite, cât şi înclinația sectorului nebacar de a contracta împrumuturi, atât „costul opțiunii" aferent plasamentelor efectuate de bănci, cât şi costul datoriilor față de bănci ale sectorului nebancar.

În analiza de mai sus, „efectul-cantitate" şi „efectul-preț" al operațiunilor *open market* au fost prezentate separat. Trebuie însă precizat că această disociere a fost determinată exclusiv de necesitățile expunerii şi că, în realitate, cele două genuri de efecte coexistă şi se potențează reciproc. Astfel, cumpărarea de titluri de către banca centrală duce la creşterea volumului lichidităților din sistemul bancar şi la scăderea ratei dobânzii, care, la rândul lor, acționează conjugat în direcția accelerării creşterii masei monetare. Invers, vânzarea de titluri de către banca centrală are ca rezultat reducerea volumului lichidităților din sistem şi creşterea dobânzilor, care, împreună, determină încetinirea ritmului de creştere a masei monetare.

Conjugarea acestor efecte constituie principala cauză care face ca operațiunile *open market* să fie un eficient instrument de politică monetară.

3.2.3. Eficacitatea operațiunilor *open market*

Judecate global, adică atât prin prisma „efectului-cantitate", cât şi prin prisma „efectului-preț", operațiunile *open market* constituie un instrument de politică moentară mult mai eficient decât taxa de rescont.

Asfel, intensitatea mai mare a „efectului-cantitate" exercitat de operațiunile *open market*, comparativ cu acelaşi tip de efect exercitat de taxa de rescont, se explică prin caracteristicile deja menționate ale acestor două instrumente: rescontul nu este decât o modalitate mai mult sau mai puțin pasivă de refinanțare a băncilor comerciale, în timp ce operațiunile *open market* constituie o modalitate activă de control al lichidității sistemului bancar.

Operațiunile *open market* acționează în mod continuu asupra politicii de creditare a băncilor comerciale, pe când modificarea taxei de rescont acționează cu intermitențe.

Supralichiditatea bancară este în afara acțiunii taxei de rescont: doar începând cu momentul în care excesul de lichidități din sistemul bancar dispare, în urma diverselor operațiuni de creditare efectuate de către băncile comerciale care îl compun, acestea din urmă încetează să mai fie independente din punct de vedere financiar față de banca centrală şi, deci, sunt afectate de creşterea sau scăderea taxei de rescont.

Spre deosebire de aceasta, operațiunile *open market* influențează în permanență volumul lichidităților existente în sistemul bancar, conferind, astfel, băncii centrale, posibilitatea de a influența destinația lichidităților respective: cumpărarea de titluri de la banca centrală (fără creație de monedă), ori acordarea de credite economiei (cu creație de monedă).

Însă, în țările în care băncile sunt în mod structural în penurie de lichidități, operațiunile *open market* sunt importante nu atât pentru că fac posibilă procurarea de lichidități de către băncile comerciale, cât pentru aceea că permit realizarea rapidă a îmbunătățirilor necesare în situația financiară a băncilor, astfel încât acestea să devină treptat independente de sprijinul financiar al băncii centrale.

Intensitatea mai mare a „efectului-preț" exercitat de operațiunile *open market*, comparativ cu acelaşi tip de efect exercitat de taxa de rescont, decurge din flexibilitatea mai mare a celor dintâi şi rigiditatea celei din urmă.

Taxa de rescont impusă de banca centrală pentru refinanțarea băncilor comerciale nu ține seama de acuitatea nevoii de fonduri a acestora din urmă, deşi, prin modificările discontinue ale nivelului acestei taxe, banca centrală încearcă să adapteze parametrul respectiv la situația lichidităților din sistemul bancar. Însă, această adaptare este una foarte aproximativă: un nivel prea mic al taxei de rescont nu pune nici o problemă de lichiditate băncilor comerciale şi,

deci, nu are nici un efect asupra comportamentului acestora în materie de acordare de credite şi de creare de monedă, în vreme ce un nivel prea ridicat creează mai multe probleme decât rezolvă.

Spre deosebire de aceasta, operaţiunile *open market*, fiind de natură contractuală, nu reglementativă, se realizează pe o piaţă specifică — piaţa interbancară -, la a cărei conjunctură se adapatează instantaneu, la fel ca orice acţiune desfăşurată după legile pieţei. Astfel, restrângerea lichidităţii pieţei interbancare determină creşterea dobânzilor de pe piaţa respectivă, ceea ce face ca băncile comerciale să fie, pe de o parte, mai puţin înclinate să-şi vândă titlurile pe care le deţin pentru a finanţa creditele pe care le acordă economiei, iar pe de altă parte, mai puţin dispuse să cumpere titluri publice de pe piaţă pentru a-şi plasa sigur şi rentabil excedentele de trezorerie.

Însă, banca centrală poate nu numai să se adapteze la situaţia pieţei interbancare, ci şi să modifice conjunctura pieţei în sensul obiectivelor sale. De exemplu, în cazul în care consideră că lichiditatea pieţei interbancare este prea mare, banca centrală va determina creşterea ratei dobânzii de pe acestă piaţă, vânzând titluri până când băncile vor începe să efectueze plasamente pe piaţa respectivă, consumându-şi astfel lichidităţile excesive. În cazul în care, dimpotrivă, banca centrală apreciază că lichiditatea pieţei interbancare este prea mică, aceasta va cumpăra titluri până în momentul în care băncile comerciale vor începe să acumulze rezerve lichide excedentare, iar dobânzile de pe piaţa interbancară vor scădea suficient de mult pentru a deveni mai puţin atractive decât dobânzile aferente creditelor acordate economiei. Prin operaţiunile *open market*, banca centrală poate, deci, să modifice, prin mici aproximări succesive, condiţiile de echilibru ale pieţei interbancare, ceea ce taxa de recont, cu acţiunea sa discontinuă, nu poate face. De aceea, operaţiunile *open market* sunt considerate un instrument de reglaj fin (*fine tuning*), susceptibil a fi utilizat pentru corectarea unor oscilaţii neaşteptate ale volumului lichidităţilor din sectorul bancar.

În practică, asemenea operaţiuni *fine tuning* sunt efectiv utilizate doar de Banca Centrală Europeană; începând din noiembrie 2004, aceasta a conferit chiar o anumită regularitate operaţiunilor respective, pe care le efectuează, în ultima zi a perioadelor de constituire a rezervelor minime obligatorii, în scopul contracărării potenţialelor fluctuaţii excesive ale dobânzilor pe termen scurt.

Cu toate că operațiunile *open market* sunt mai eficace decât taxa de rescont, din punct de vedere financiar, acest instrument se bazează, la fel ca taxa de rescont, pe procesul de refinanțare a băncilor comerciale. De aceea, eficacitatea sa poate fi diminuată de factorii deja menționați ca fiind susceptibili în general să reducă impactul „efectului-preț":

a) inelasticitatea cererii de credite în raport cu dobânda;

b) afluxurile de capitaluri străine, atrase de dobânzile ridicate de pe piața autohtonă.

În concluzie, ca instrument de politică monetară, operațiunile *open market* prezintă numeroase avantaje comparativ cu taxa de rescont. Cu toate acestea, acțiunea acestui instrument are caracterul unui reglaj fin (*fine tuning*), iar, ca urmare, în cazul în care situația impune o intervenție mai puternică asupra activității băncilor comerciale, este necesar ca operațiunile *open market* să fie completate prin acționarea altor instrumente.

3.3. Rezervele obligatorii

Rezervele obligatorii sunt disponibilități în „monedă primară" (legală), pe care băncile comerciale trebuie să le mențină în activul lor, proporțional cu depozitele sau alt criteriu stabilit de autorități.

Instituite în SUA, la sfârşitul secolului XIX, rezervele obligatorii au fost, la început, un stoc de lichidități pe care băncile comerciale erau obligate să îl păstreze pentru a face față retragerilor masive de numerar, care aveau loc în timpul frecventelor perioade de panică bancară, caracteristice acelei epoci.

În prezent, când băncile comerciale şi-au perfecționat foarte mult tehnicile de management al riscului, iar banca centrală este întotdeauna prezentă şi dispusă să le asigure lichiditățile de care au nevoie în caz de criză sistemică, rezervele obligatorii nu mai au rolul de protejare a deponenților, ci constituie un puternic instrument de politică monetară aflat la dispoziția băncii centrale.

Din necesități de politică monetară, acest regim a fost introdus în SUA în 1933, în Marea Britanie — 1946, Italia — 1947, Germania — 1948, Olanda — 1954, Belgia — 1961, Franța — 1967 etc.

În România post-comunistă, regimul rezervelor obligatorii a fost instituit în 1992, regulamentul aferent fiind de mai multe ori modificat şi completat[1].

Definirea nivelului rezervelor obligatorii se poate face prin aplicarea unei singure rate sau a mai multor rate, diferenţiate în funcţie de elementele incluse în baza de calcul avută în vedere. Astfel, de regulă, se utilizează o rată pentru depozitele la vedere, o altă rată pentru depozitele la termen, o rată pentru depozitele în monedă naţională, o altă rată pentru depozitele în valută ş.a.m.d.

În aceste condiţii, *instrumentul de politică monetară respectiv constă în modificarea ratei(lor) rezervelor obligatorii, pentru a crea în modul acesta, la nivelul băncilor comerciale, o nevoie suplimentară de lichidităţii şi de a modifica, astfel, parametrii pieţei monetare.*

Ca urmare, în măsura în care o anumită parte din resursele lor sunt imobilizate sub formă de rezerve obligatorii, băncile comerciale nu se mai pot angaja în operaţiuni de creditare generatoare de monedă. În aceste condiţii, creşterea ratei(lor) rezervelor obligatorii apare ca o măsură deflaţionistă, care determină încetinirea ritmului de creştere a masei monetare, în timp ce reducerea ratei(lor) apare ca o măsură inflaţionistă, de natură să ducă la accelerarea creşterii masei monetare.

3.3.1. Efectele modificării rezervelor obligatorii

Efectele modificării ratei rezervelor obligatorii pot fi evidenţiate cu ajutorul ecuaţiei ofertei de monedă:

$$\Delta M = \frac{1+\beta}{\alpha+\beta}\Delta H \tag{10}$$

$$k = \frac{1+\beta}{\alpha+\beta} > 1$$

unde:

M — oferta de monedă;

H — baza monetară;

α — rata rezervelor obligatorii;

[1] — Regimul rezervelor minime obligatorii este reglementat prin *„Regulamentul nr. 6/2002"* al BNR (Monitorul Oficial, Partea I nr. 566 din 01/08/2002), cu o serie de modificări şi completări ulterioare.

β — preferința pentru numerar.

Ecuația (10) arată că o variație oarecare a ratei rezervelor obligatorii, α, va afecta atât mărimea multiplicandului, ΔH, cât şi mărimea multiplicatorului, k. Într-adevăr, reducerea coeficientului α face ca rezervele lichide excedentare ale băncilor comerciale, ΔH, să crească, deoarece o parte din cantitatea de „monedă primară", deținută anterior ca rezerve obligatorii, este eliberată, devenind disponibilă pentru acordarea de noi credite. Invers, creşterea lui α face ca rezervele lichide excedentare ale băncilor, ΔH, să scadă, deoarece o parte din aceste rezerve lichide facultative devin acum rezerve obligatorii.

Însă, modificarea ratei α duce totodată la o modificare în sens opus a valorii multiplicatorului, k, ceea ce face ca efectele deflaționiste sau inflaționiste exercitate asupra multiplicandului, ΔH, să fie amplificate sau diminuate, după caz, de creşterea sau scăderea corespunzătoare a lui k.

Se poate demonstra că influența variațiilor ratei rezervelor obligatorii, α, este mult mai puternică asupra multiplicandului, ΔH, decât asupra multiplicatorului, k. De aceea, în general, se consideră că principalul efect al acestui instrument de politică monetară este cel de ordin cantitativ, exercitat, aşadar, asupra volumului lichidităților sistemului bancar comercial. Însă, acest efect este unul foarte puternic, fiind susceptibil să modifice radical situația financiară a băncilor comerciale, ceea ce determină schimbarea completă a comportamentului băncilor comerciale în materie de acordare de credite şi, deci, de creare de monedă. Aceasta explică însă şi reținerea băncii centrale de a folosi acest foarte puternic instrument de politică monetară, susceptibil să provoace băncilor comerciale dificultăți financiare insurmontabile.

În fine, faptul că nu are un efect valoric, cum au modificarea taxei de rescont şi operațiunle *open market*, ci doar un efect cantitativ, înseamnă practic că modificarea ratei rezervelor obligatorii nu influențează în mod direct dobânda la care băncile comerciale por obține „moneda primară" de care au nevoie pentru activitatea lor.

3.3.2. Eficacitatea modificării rezervelor obligatorii

Deoarece exercită un efect cantitativ important asupra volumului lichidităților băncilor comerciale, modificarea ratei rezervelor obligatorii

constituie un instrument de politică monetară care, teoretic, este foarte eficace. Totuşi, tocmai această eficacitate ridicată este cea care face ca acest instrument să fie puțin utilizat.

Astfel, banca centrală nu poate modifica prea des nivelul ratei rezervelor obligatorii, deoarece impactul măsurii respective asupra lichidității sistemului bancar comercial — care, prin natura sa, este puternic şi brutal — face ca echilibrul monetar al economiei să devină extrem de instabil, cunoscând alternanțe rapide de faze de inflație (reducerea ratei rezervelor obligatorii sau simpla anticipare a acesteia) şi de faze de deflație (creşterea ratei sau simpla anticipare a acesteia). Acest instrument este, deci, generator de instabilitate: instabilitatea financiară a sistemului bancar şi instabilitate monetară a economiei.

În aceste condiții, modificarea ratei rezervelor obligatorii este, de regulă, de mică amploare (de exemplu, creşteri de un punct sau de o jumătate de punct procentual), anunțate din timp (pentru a nu crea surprize băncilor comerciale) şi, eventual, însoțite de intervenții în sens contrar ale băncii centrale prin operațiuni *open market* (pentru a atenua brutalitatea specifică acestui instrument).

Cu toate acestea, modificarea ratei rezervelor obligatorii nu este întrutotul contraindicată, iar aceasta, din două motive. Primul ține de o anumită formă convenabilă de eficacitate, iar al doilea de amintita acțiune asupra multiplicatorului, *k*.

Astfel, în cazul în care evoluțiile economice pot fi descompuse în două componente — una pe termen scurt şi alta pe termen lung — utilizarea progresivă a ratei rezervelor obligatorii poate elimina tendința nefavorabilă pe termen lung. Cu alte cuvinte, deşi este adevărat că, din cauza impactului său deosebit de puternic, acest instrument nu poate contracara sistematic oscilațiile conjuncturale ale economiei, ci poate doar să corecteze efectele lor acumulate într-o perioadă de timp ceva mai lungă, aceasta nu înseamnă că instrumentul respectiv este inutil din punct de vedere al obiectivelor pe termen scurt ale politicii monetare, ci doar că este dificil de utilizat.

Al doilea motiv este destul de paradoxal, ținând, după cum am mai menționat, de acțiunea modificării rezervelor obligatorii asupra mărimii multiplicatorului, *k*. Astfel, este adevărat că această acțiune este comparativ mai slabă, însă tocmai acest fapt face ca modificarea rezervelor obligatorii să fie

indicată în anumite cazuri pentru modularea procesului de multiplicare. Într-adevăr, multiplicatorul, *k*, constituie o măsură a independenței băncilor comerciale; valoarea acestui parametru este adecvată atunci când nu este prea mare, astfel încât banca centrală să poată impune respectarea disciplinei sale subdiacente. Or, în țările în care preferința pentru numerar este mică, multiplicatorul, *k*, are o valoare mare. Mai mult, această valoare nu poate fi redusă pe altă cale decât printr-o creştere a ratei rezervelor obligatorii, α. Se explică, astfel, motivele pentru care băncile centrale din țările în care preferința pentru numerar este mică practică, de regulă, niveluri ridicate ale ratei rezervelor obligatorii — şi invers.

Faptul cu adevărat important este însă că regimul rezervelor obligatorii este mai adecvat pentru corectarea tendințelor pe termen mediu şi lung, decât pentru eliminarea imediată a tensiunilor inflaționiste pasagere. De asemenea, este de reținut că diverse bănci centrale pot adopta niveluri foarte diferite ale ratei(lor) rezervelor obligatorii, însă nici o bancă centrală nu poate modifica foarte mult şi foarte rapid rata(ele) existentă(e).

Având în vedere că, spre deosebire de manevrarea taxei de rescont, care nu face decât să modifice costul refinanțării băncilor comerciale, fără să afecteze direct lichiditatea acestora din urmă, rezervele obligatorii şi operațiunile *open market* exercită un efect cantitativ direct asupra volumului lichidităților existente în sistemul bancar, se impune compararea acestor două instrumente.

Din punct de vedere cantitativ — care este singurul criteriu prin care cele două instrumente pot fi comparate — este preferabilă utilizarea operațiunilor *open market*, deoarece acestea sunt de natură contractuală, nu administrativă. De aceea, instrumentul respectiv are calități de flexibilitate pe care care nu le poate avea nici chiar un întreg sistem de rate de rezerve obligatorii. În plus, operațiunile *open market* pot fi utilizate pentru a corecta variațiile pe termen scurt şi foarte scurt ale volumului lichidităților din sistemul bancar, deoarece conceperea operațiunilor respective (stabilirea sensului în care se va acționa şi a amploarei intervenției) necesită foarte puțin timp, iar eventualele ajustări necesare pe parcurs pot fi realizate foarte rapid. Spre deosebire de aceasta, regimul rezervelor obligatorii presupune o rată (sistem de rate) care nu poate fi modificată decât foarte rar, deoarece, în caz contrar, băncile comerciale vor fi puse într-o ambianță de incertitudine nesănătoasă. Or, această împrejurare

conferă rezervelor obligatorii o mare rigiditate, ceea ce face ca instrumentul respectiv să nu fie adecvat pentru atingerea unor obiective pe termen scurt.

Tehnica operațiunilor *open market* are și un alt avantaj, și anume o relativă flexibilitate în aplicare, ceea ce permite băncii centrale să țină seama de situația lichidităților fiecărei bănci comerciale în parte. Astfel, tehnica respectivă permite creșterea volumului lichidităților exclusiv în cazul băncilor a căror lichiditate este insuficientă — și invers: reducerea volumului lichidităților exclusiv în cazul băncilor a căror lichiditate este excesivă. Spre deosebire de aceasta, regimul rezervelor obligatorii este neselectiv: creșterea sau scăderea ratei reduce sau augmentează lichiditatea tuturor băncilor comerciale, fără a ține seama de situația lor specifică[1]. De aceea, pentru a atenua consecințele negative ale rigidității rezervelor obligatorii, băncile centrale recurg adesea, într-o manieră complementară, la tehnica operațiunilor *open market*.

Cu toate că rezervele obligatorii au, ca instrument de politică monetară, o serie de dezavantaje, propunerea făcută la un moment dat de M. Friedman de a elimina complet acest instrument din arsenalul băncilor centrale moderne este exagerată[2].

În primul rând, regimul rezervelor obligatorii este singurul instrument de politică monetară susceptibil a fi utilizat în mod relativ eficace în cazul în care în economie au loc masive intrări de capital din străinătate. În acest caz, este dificil ca banca centrală să absoarbă lichiditățile excedentare respective prin vânzări de titluri în cadrul operațiunilor *open market*, deoarece intrările de capital fac ca cursurile titlurilor publice să scadă, iar dobânzile aferente acestora să crească.[3] Or, creșterea ratei rezervelor obligatorii nu prezintă acest inconvenient: măsura respectivă „îngheață" instantaneu lichiditățile excedentare create de afluxul de capital, fără a genera nici un „efect-preț".

În al doilea rând, instrumentul rezervelor obligatorii poate fi utilizat chiar și în cazul în care rezervele lichide facultative ale băncilor sunt mici sau nu există. Este adevărat însă că, în acest caz, instrumentul respectiv trebuie utilizat împreună cu operațiunile *open market*, deoarece rezultatul obținut în modul acesta este superior celui obținut prin acționarea doar a unui singur mijloc.

---

[1] — A se vedea și cele arătate cu privire la în cap. V §2.5.2.4 *supra*.

[2] — Friedman M., *The Counterrevolution in Monetary Theory*, 1970.

[3] -Trebuie, de asemenea, adăugat că Trezoreria publică — debitor permanent — nu agreează, în general, creșterea dobânzilor aferente titlurilor de stat.

Pentru a ilustra această idee, să considerăm situația cea mai frecventă: lupta împotriva inflației generate de creşterea exagerată a creditelor bancare[1]. Într-o asemenea situație, prima şi cea mai importantă măsură este creşterea ratei rezervelor obligatorii. Ca urmare a reducerii volumului lichidităților existente în sistem, băncile comerciale vor fi nevoite să-şi reducă oferta de credite şi să vândă titluri în cadrul operațiunilor *open market*, pentru a-şi reconstitui astfel lichiditățile. În consecință, cursurile titlurilor vor creşte, iar dobânda acestora va scădea. În aceste condiții, dacă, pe lângă decizia de majorare a ratei rezervelor obligatorii, banca centrală adoptă şi decizia de a cumpăra sistematic titluri prin operațiuni *open market*, cu dobânda inițială, cursurile titlurilor şi dobânzile aferente nu se vor modifica.

Rezultă că o decizie de majorare a ratei rezervelor obligatorii, însoțită de cumpărarea de titluri de către banca centrală, poate încetini creşterea inflaționistă a creditului, fără a determina creşterea dobânzilor pe piața interbancară. Or, un asemenea rezultat benign nu poate fi obținut prin utilizarea singulară a instrumentului reprezentat de operațiunile *open market*, cu toate indiscutabilele sale virtuți. În cazul în care se foloseşte exclusiv acest din urmă instrument, banca centrală oferă titluri băncilor comerciale, însă acestea din urmă vor prefera să continue să acorde noi credite sectorului nebancar, întrucât, dată fiind conjunctura inflaționistă, creditele sunt mai rentabile decât plasamentele efectuate în titluri publice. În consecință, banca centrală va fi nevoită să ofere aceste titluri la prețuri (cursuri) mai mici şi la dobânzi mai mari, ceea ce va duce la creşterea costului datoriei publice.

În concluzie, deciziile privind rezervele obligatorii nu pot fi separate de operațiunile *open market*, iar, ca urmare, cele două instrumente de politică monetară trebuie folosite în mod complementar.

3.4. Instrumente secundare ale politicii monetare

Intervenția directă a băncii centrale se realizează cu ajutorul următoarelor instrumente:

1) limitarea creşterii creditului;

---

[1] — Cerna S., *Creşterea rapidă a creditului: pericole şi remedii*, Oeconomica, 3, 2006, p. 5-20.

2) dirijarea creditelor (creditarea preferențială);
3) presiunea morală (*moral suasion*).

3.4.1. Limitarea creşterii creditului

În logica intervențiilor cantitative asupra ratei de creştere a ofertei de monedă, autoritățile pot utiliza diverse modalități de control direct al creditului bancar, dintre care cea mai des folosită este limitarea creşterii creditului neguvernamental. Creditul bancar acordat sectorului neguvernamental nu este însă singura cale de creare a monedei, iar, ca urmare, limitarea acestuia este însoțită adesea de plafonarea creşterii celorlalte contraposturi ale masei monetare.

În trecut, limitarea creditelor a fost utilizată de către toate băncile centrale care s-au confruntat cu procese inflaționiste de mare amploare. În prezent, acest instrument se utilizează mai ales de băncile centrale din țările cu economie în tranziție şi emergentă, care, în modul acesta, încearcă să prevină sau să elimine pericolele pe care le crează creşterea rapidă a creditului[1].

Limitarea creşterii creditului neguvernamental se poate realiza printr-o pluralitate de metode, dintre care cele mai frecvent utilizate sunt următoarele:

1) măsuri prudențiale (creşterea/diferențierea diverşilor coeficienți impuşi pentru fondurile proprii: rata sovabilității; rata lichidității; etc.; reguli mai stricte şi diferențiate de clasificare a creditelor şi de constituire a provizioanelor; înăsprirea criteriilor de acordare a creditelor; înăsprirea regulilor de garantare; reguli de limitare a concentrării creanțelor asupra aceluiaşi debitor; reducerea limitelor admise pentru pozițiile valutare ale băncilor; etc.);

2) măsuri de control şi supraveghere (înăsprirea normelor de raportare la banca centrală; control *on site/of site* la băncile cu probleme; teste de vulnerabilitate; monitorizarea expunerilor băncilor şi ale principalilor lor clienți; coordonarea supravegherii băncilor cu supravegherea instituțiilor financiare nebancare; schimb de informații cu autoritățile de supraveghere din alte țări pentru controlul băncilor străine; etc.);

3) măsuri administrative (limite de credit generale sau stabilite diferențiat pe fiecare bancă; rate marginale crescătoare ale rezervelor obligatorii, stabilite în

[1] — Cerna S., *Creşterea rapidă a creditului: pericole şi remedii*, ed. cit.

funcție de creşterea creditului; impozite pe serviciile de intermediere financiară; restricții la importuri; norme contabile restrictive; etc.).

De exemplu, în România, la ora actuală, sunt în vigoare o serie de reglementări restrictive vizând limitarea creşterii creditului de consum[1] şi a celui ipotecar[2]. De asemenea, au fost adoptate unele reglementări prudențiale suplimentare vizând înăsprirea cerințelor de selecție pentru populație, limitarea expunerii instituțiilor de credit la riscul valutar[3], constituirea de provizioane şi clasificarea creditelor, ținând seama de riscul valutar al solicitantului de credit şi, de asemenea, s-a legiferat în manieră mai riguroasă activitatea de creditare desfăşurată de instituțiile financiare nebancare.

Principalul avantaj al limitării creşterii creditului bancar este extrema sa eficacitate. Într-adevăr, dacă se admite că pericolele pe care le crează creşterea rapidă a creditului şi a masei monetare pot fi eliminate prin încetinirea ritmului de creştere a mărimilor macroeconomice respective, atunci limitarea creditului neguvernamental este, cu siguranță, cel mai adecvat instrument susceptibil a fi utilizat în acest scop. De asemenea, trebuie adăugat că restricțiile cantitative în materie de ofertă de credite influențează, într-o anumită măsură, costul refinanțării băncilor comerciale, ceea ce face ca limitarea creditului să permită evitarea utilizării în acest scop a unei creşteri puternice a ratei dobânzii. De fapt, costul creditului este complet deconectat, în acest caz, de mecanismul cererii şi ofertei de credite, printr-o operațiune de „raționalizare" a creditului asemănătoare cu „raționalizarea" consumului unor bunuri deficitare (vânzare pe cartelă, rații fixe etc.). Ca urmare a acestei decuplări a procesului de formare a ratei dobânzii de mecanismul cererii şi ofertei, dobânda poate fi utilizată în alte scopuri, cum ar fi, controlul mişcărilor de capital, influențarea cursului de schimb etc.[4]

---

[1] — Plafonarea angajamentelor de plată la 30% din veniturile nete ale solicitantului de credite, avans, garanții etc.

[2] — Valoarea creditului: 75% din valoarea imobilului; garanții: 133% din valoarea creditului; limitarea angajamentelor de plată la 35% din veniturile nete ale solicitantului şi familiei acestuia.

[3] — Plafonarea la 300% din valoarea fondurilor proprii a expunerii decurgând din creditele în valută acordate persoanelor fizice şi juridice neprotejate în mod natural față de riscul valutar.

[4] — Aceasta, desigur, în măsura în care mişcările de capital nu sunt liberalizate, iar regimul de curs valutar este unul care permite intervențiile băncii centrale (de exemplu, flotare controlată — *managed floating*).

Cu toate acestea, limitarea creditului are numeroase dezavantaje, care depăşesc adeseori ca importanţă amintitele avantaje, ceea ce face ca, în prezent, acest instrument de politică monetară să fie rar folosit. Dintre aceste dezavantaje, amintim următoarele:

a) rata de creştere a volumului creditului neguvernamental, stabilită de banca centrală, este, la fel ca orice mărime economică fixată de autorităţi, un parametru artificial, care nu ţine seama nici de nevoile financiare ale economiei şi nici de potenţialul de creditare al băncilor;

b) limitarea creditelor pe care le pot acorda băncile comerciale denaturează concurenţa din sistemul bancar, împiedicând băncile bine gestionate să-şi mărească segmentul de piaţă pe care îl ocupă;

c) prin aplicarea unor norme de creditare diferite de la un sector economic la altul, plafonarea creditelor împiedică manifestarea liberei iniţiative a băncilor: acestea nu pot finanţa activitatea intreprinderilor dinamice şi performante, fiind, în schimb, constrânse să susţină financiar intreprinderile nerentabile, ori care lucrează cu pierderi; în modul acesta, raţionalitatea alocării resurselor în economie este grav afectată.

3.4.2. Dirijarea creditelor

Dirijarea creditelor urmăreşte controlul nu a volumului creditului, ci a destinaţiilor şi a condiţiilor de acordare acestuia.

Creditarea preferenţială, în funcţie de destinatar şi destinaţie, este o practică în concordanţă cu tradiţia centralistă a unor state europene, fiind aplicată, de exemplu, în Franţa, în anii '70-'80. În prezent, peste tot în lume, se manifestă, dimpotrivă, o tendinţă de „dereglementare" a creditului.

În România, creditarea preferenţială s-a folosit pe scară largă în economia planificată, însă s-a perpetuat şi după reforma sistemului bancar din anul 1991 (creditele structurale). Începând cu anul 1997, s-a renunţat la această formă de intervenţie a statului în economie, însă ulterior procedeul a fost reintrodus sub forma reglementării speciale a creditării în domeniul locativ[1].

Metodele utilizate de stat pentru a încuraja băncile comerciale şi celelalte instituţii financiare să finanţeze sectoarele şi ramurile economice considerate

[1] — Legea 541/2002 privind economisirea şi creditarea în sistem colectiv pentru domeniul locativ (M. Of. nr. 733/08/10/2002), cu completările şi modificările ulterioare.

prioritare sunt numeroase şi diversificate. Dintre acestea, amintim următoarele: avantaje fiscale, dobânzi bonificate, facilităţi de refinanţare, garantarea creditelor de către stat, alocarea de resurse de la buget etc.

Astfel, dobânzile bonificate sunt dobânzi mai mici decât dobânzile pieţei: băncile care acordă credite cu dobânzi bonificate primesc o subvenţie din partea statului de egală valoare cu diferenţa dintre dobânda mai mică pe care o percep de la clienţii privilegiaţi şi dobânda pieţei la operaţiunile comparabile.

De exemplu, în România, metoda amintită s-a folosit pe scară largă în anul 1996 pentru creditarea agriculturii (de stat); în prezent, legea privind creditarea sectorului locativ prevede acordarea de către stat a unei prime[1].

Garantarea de către stat a creditelor acordate de bănci neutralizează riscurile pe care acestea şi le asumă prin creditarea unor agenţi economici care nu dispun de resurse proprii. În modul acesta, băncile comerciale îşi pot permite să acorde credite regiilor autonome şi intreprinderilor de stat care lucrează cu pierderi sau pe stoc, persoanelor care aparţin unor categorii sociale favorizate (tineri care iniţiază o afacere, proaspăt căsătoriţi, studenţi) ş.a.m.d.

Dirijarea creditelor reflectă, aşadar, controlul statului asupra modului în care se alocă resursele existente în economie, ceea ce determină birocratizarea modalităţilor de finanţare a economiei.

Cu toate acestea, creditarea preferenţială nu poate fi respinsă în sine, deoarece permite încurajarea unor sectoare şi ramuri considerate importante pentru viaţa economică.

De exemplu, în România, dirijarea creditelor spre sectorul privat ar fi permis susţinerea financiară a acestui sector, a cărui dezvoltare s-a dovedit a fi singura cale de depăşire a marasmului economic în care s-a aflat ţara după căderea comunismului. Din păcate, o asemenea politică nu a existat însă niciodată în epoca postcomunistă, multă vreme creditele fiind dirijate, dimpotrivă, spre intreprinderile de stat falimentare.

Judecată global, dirijarea creditelor are totuşi mai multe dezavantaje, decât avantaje, deoarece blochează funcţionarea pieţelor de capital şi anihilează principiile de gestionare sănătoasă a băncilor.

În primul rând, dirijarea creditelor duce la ceea ce se numeşte „stratificarea procedurilor", adică o diferenţiere a tehnicilor de creditare în funcţie de destinatar şi destinaţie. Or, această discriminare crează „dreptul" unor agenţi

[1] — Art. 26.

economici de a beneficia de „ajutoare" şi, deci, obligaţia băncilor de a acorda credite în mod automat, fără nici o analiză a vocaţiei beneficiarului de a accede la credit. De asemnea, fiind birocratică şi inevitabil complicată, tehnica de creditare respectivă este costisitoare şi, deci, ineficientă din punct de vedere economic general; procedura respectivă denaturează atât concurenţa dintre intreprinderi, cât şi concurenţa dintre bănci, transformând dobânda într-un preţ administrat, incapabil să-şi îndeplinească funcţiile autoreglatoare ce îi sunt specifice.

Din aceste cauze, creditarea preferenţială accentuează fragmentarea pieţelor de capital, împiedicând formarea unui mecanism unitar de ajustare a nevoilor financiare ale economiei la potenţialul său financiar.

În al doilea rând, dirijarea creditelor diminuează calitatea managementului financiar al băncilor comerciale. Într-adevăr, activitatea unei bănci comerciale se bazează în mare măsură pe evaluarea riscurilor pe care aceasta poate să şi le asume. Or, din cauză că riscul este asumat de altcineva (statul, care se obligă să acopere eventualele pierderi) sau pentru că se exercită presiuni asupra lor, băncile ajung să îşi asume riscuri mai mari decât cele pe care şi le-ar asuma în mod normal prin propria lor voinţă. Ca urmare, are loc creşterea volumui creditelor nerambursate la scadenţă, ceea ce determină scăderea rentabilităţii activităţii bancare.

3.4.3. Presiunea morală

Presiunea morală (*moral suasion*) este susceptibilă să influenţeze volumul creditului, atunci când, de exemplu, reprezentanţii băncii centrale îşi exprimă nemulţumirea faţă de faptul că anumite bănci comerciale le încalcă dispoziţiile. În asemenea cazuri, conducătorii băncilor comerciale sunt convocaţi la „discuţii", în cadrul cărora reprezentanţii băncii centrale le comunică dezacordul faţă de politica de afaceri a băncilor în cauză, făcând totodată apel la „spiritul civic" al conducătorilor respectivi pentru a se încadra în conduita prescrisă. De asemenea, cu aceste ocazii, pot fi sugerate anumite represalii, cum ar fi, diminuarea în viitor a accesului acestor bănci la refinanaţarea băncii centrale, ori verificarea drastică de către inspectorii băncii centrale a activităţii băncilor comerciale refractare.

Unii economişti se îndoiesc că asemenea genuri de presiuni pot realmente împiedica băncile comerciale private să acţioneze aşa cum vor[1]. Adevărul este că persuasiunea poate duce la rezultate apreciabile, mai ales pe termen scurt şi atunci când băncile comerciale sunt puţine la număr şi recurg frecvent la refinanţări de la banca centrală. Căci, la fel ca oricare alte intreprinderi, băncile comerciale sunt preocupate de imaginea pe care o proiectează în rândul opiniei publice. Ca atare, cazurile în care băncile comerciale acceptă cu o surprinzătoare docilitate să aplice „voluntar" sugestiile băncii centrale sunt destul de numeroase.

[1] — Handa J., *Monetary Economics*, Routledge, London&New York, 2000, p. 265-266.

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

IX. BANCA CENTRALĂ: CREDIBILITATE ŞI INDEPENDENȚĂ

Eficacitatea politicii monetare depinde de natura politicii duse de banca centrală: discreționară, adoptarea unor reguli, disimularea intențiilor băncii centrale etc. Pentru a investiga această legătură, R. Barro şi D. Gordon[1] au elaborat, la începutul anilor '80, un model novator, bazat pe teoria jocurilor, care permite compararea divereselor tipuri de politici monetare sub aspectul eficacității acestora. Analiza respectivă are o dublă semnificație, deoarece permite evidențierea atât a costurilor politicilor inflaționiste, cât şi a costurilor luptei împotriva inflației.

1. Modelul Barro-Gordon

Modelul Barro-Gordon este un model de joc cu doi jucători: banca centrală şi economia reală (secorul privat).

Se presupune că banca centrală urmăreşte, pe de o parte, reducerea şomajului, iar pe de altă parte, limitarea inflației, conform următoarei funcții-obiectiv:

$$L_t = \frac{1}{2}\left[\left(\pi_t - \pi^*\right)^2 + \lambda\left(\frac{Y_t - Y^*}{Y^*}\right)^2\right] \qquad (1)$$

[1] — Barro R., Gordon D., *Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy*, ed. cit.

BCU IAŞI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

unde:

π - rata inflației;

π^* - nivelul ratei inflației stabilit ca țintă;

Y — producția;

Y^* – producția potențială.

În acest cadru, costul net al politicii monetare în perioada t poate fi exprimat astfel:

$$Z_t = \frac{a}{2}\pi^2 - b(\pi_t - \pi_t^a) \qquad (2)$$

$$a > 0$$

unde:

π_t - rata inflației în perioada t;

π_t^a - rata anticipată a inflației pentru perioada t.

Prima parte a ecuației (2) exprimă costul inflației; forma sa pătratică reflectă faptul că aceste costuri cresc pe măsură ce creşte rata inflației. Partea a doua este o relație de tip Lucas[1], care descrie efectul pozitiv exercitat de o inflație neanticipată: creşterea producției (ofertei) şi, deci, reducerea ratei şomajului.

În cadrul acestui joc, pot fi avute în vedere trei tipuri de politici monetare (discreționară, adoptarea unor reguli, disimularea intențiilor) şi două perioade.

În prima perioadă, banca centrală aplică una sau alta din amintitele trei tipuri de politici posibile, iar în perioada a doua se manifestă reacțiile agenților economici la deciziile luate de banca centrală în prima perioadă. Cea de-a doua perioadă este, aşadar, o perioadă de repetare a jocului, în care se manifestă reacțiile economiei la deciziile băncii centrale.

Se mai presupune că anticipațiile inflaționiste sunt date şi că acestea se formează în mod rațional.

În aceste condiții, jocul se desfăşoară după cum urmează:

a) *Perioada a întâia:*

Cazul nr.1: politică discreționară.

---

[1] — Lucas R., *Expectations and Neutrality of Money*, Journal of Economic Theory, ed. cit.; a se vedea şi cap. VII §4.3 *supra*.

Banca centrală determină rata inflaţiei pe care doreşte să o realizeze, şi anume calculând valoarea care minimizează funcţia costului intervenţiilor, Z_t. Se poate uşor demonstra că aceast nivel al ratei inflaţiei este:

$$\pi_{t,1} = \frac{b}{a} \tag{3}$$

În ceea ce priveşte agenţii economici, se presupune că aceştia anticipează inflaţia în mod raţional. Implicaţia acestei ipoteze este că agenţii economici stabilesc rata inflaţiei anticipată în acelaşi mod ca şi banca centrală, adică utilizând modelul reprezentat de ecuaţia (1). Deci, rata inflaţei anticipată, π^a, va fi:

$$\pi^a = \pi_{t,1} = \frac{b}{a} \tag{4}$$

Ca urmare, costul acestui tip de politică monetară este:

$$Z_{t,1} = \frac{b^2}{2a} \tag{5}$$

Cazul nr.2: adoptarea unei reguli.

Să presupunem acum că banca centrală adoptă o anumită regulă în politica sa monetară şi că face cunoscută această regulă, precum şi, desigur, hotărârea sa de a o respecta.

Regula se bazează pe un anumit calcul care ţine seama de influenţa unor variabile de care depinde, în general, rata inflaţiei. De exemplu, banca centrală anunţă că va duce o asemenea politică monetară şi, deci, va realiza o asemenea creştere a masei monetare, încât să asigure fixitatea cursului de schimb a monedei naţionale faţă de un etalon internaţional de referinţă (dolarul SUA, DST, un „coş" de monede specific etc.).

Ipoteza anticipaţiilor raţionale presupune că modelul de calcul şi variabilele respective sunt cunoscute de către agenţii economici şi că, deci, aceştia nu vor fi surprinşi nici de nivelul ratei inflaţiei ţintit de banca centrală şi nici de nivelul ratei inflaţiei observat în realitate.

În termeni mai precişi, banca centrală calculează π_t, iar agenţii economici calculează π_t^a, însă aceste rate sunt egale:

$$\pi_t^a = \pi_t \tag{6}$$

Deoarece nu există nici o „surpriză" în ceea ce priveşte inflaţia, ecuaţia (1) devine:

$$Z_t = \frac{a}{2}\pi_t^2 \tag{7}$$

Rata inflaţiei care minimizează costul politicii monetare este, deci:

$$\pi_{t,2} = 0 \tag{8}$$

Ca urmare, costul unei politici monetare guvernate de o anumită regulă este:

$$Z_{t,2} = 0 \tag{9}$$

Cazul nr.3: nerespectarea angajamentelor.

În fine, să presupunem că banca centrală nu îşi respectă angajamentele asumate în ceea ce priveşte rata inflaţiei, provoacând o inflaţie mai mare decât cea anunţată. De exemplu, dacă a anunţat că va respecta o regulă monetară, iar, ca urmare, agenţii economici anticipează că rata inflaţiei va fi nulă, banca centrală poate găsi că este avantajos să încerce să profite de această împrejurare şi să provoace o „inflaţie-surpriză", susceptibilă să determine creşterea gradului de ocupare a forţei de muncă.

Astfel, presupunând că banca centrală a anunţat că va respecta o anumită regulă monetară, agenţii economici vor anticipa că rata inflaţiei este nulă:

$$\pi_t^a = 0 \tag{10}$$

Însă, banca centrală realizează rata inflaţiei care minimizează costul politicii sale monetare în perioada *t*. Se demonstreză că acest nivel al ratei inflaţiei este egal cu cel aferent unei politici discreţionare:

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

$$\pi_{t,3} = \frac{b}{a} \tag{11}$$

Introducând relaţiile (9) şi (10) în ecuaţia (2), costul unei politici monetare care nu respectă angajamentele luate de banca centrală este:

$$Z_{t,3} = -\frac{b^2}{2a} \tag{12}$$

Costul nerespectării angajamentelor este, deci, mai mic decât cel al aplicării unei anumite reguli în politica monetară. Se poate spune, aşadar, că nerespectarea angajamentelor este mai avantajoasă în termeni de costuri sociale, ceea ce explică tentaţia pe care o resimt autorităţile de a avea un asemenea comportament. Trebuie însă subliniat că acest avantaj se obţine numai dacă agenţii economici cred că regula monetară va fi respectată. Într-adevăr, dacă această condiţie este îndeplinită, diminuarea costurilor politicii monetare, T, este egală cu diferenţa dentre costurile politicii monetare subordonate unei anumite reguli şi costurile politicii monetare discreţionare:

$$T = Z_{t,2} - Z_{t,3} = \frac{b^2}{2a} \tag{13}$$

Rezultatele de mai sus mai sus sunt prezentate sintetic în tabelul nr. 1.

Tab. nr. 1: Costul diverselor tipuri de politici monetare

Tipul politicii monetare	π	π^a	Z_t
Regulă monetară (optimă)	0	0	0
Nerespectarea angajamentelor	$\frac{b}{a}$	0	$-\frac{b^2}{2a}$
Politică discreţionară	$\frac{b}{a}$	$\frac{b}{a}$	$\frac{b^2}{2a}$

Se observă că preferinţa autorităţilor se îndreptă în mod natural către nerespectarea angajamentelor. Însă, această atracţie explicabilă către disimularea intenţiilor, deşi avantajoasă din anumite puncte de vedere,

constituie un handicap pentru o bancă centrală care decide să-şi schimbe comportamentul şi să înceapă să lupte împotriva inflaţiei. Căci, dacă banca centrală îşi schimbă poziţia şi adoptă, de exemplu, o regulă monetară, comportamentul său anterior face ca noua orientare să nu fie uşor crezută.

b) *Perioada a doua*:

Să presupunem că banca centrală a anunţat în prima perioadă că va urma o regulă monetară strictă, angajându-se, de exemplu, să respecte o anumită rată de creştere a masei monetare şi, că deci, să renunţe la o politică monetară discreţionară.

În acest caz, anticipaţiile raţionale ale agenţilor economici vor fi următoarele:

1) Dacă:

$$\pi_t^a = \pi_t \tag{14}$$

atunci:

$$\pi_{t+1}^a = \pi_{t,2} \tag{15}$$

2) Dacă:

$$\pi_t^a \neq \pi_t \tag{16}$$

atunci:

$$\pi_{t+1}^a = \pi_{t,1} \tag{17}$$

Cu alte cuvinte, dacă anticipaţiile pe care le-au făcut în perioada anterioară, t, se confirmă, agenţii economici se comportă ca în cazul (2) (regulă monetară). Banca centrală îşi menţine, deci, reputaţia şi în perioada a doua.

Dimpotrivă, dacă agenţii economici constată că sunt înşelaţi în aşteptările lor, ei se comportă în perioada a doua , $t+1$, le fel ca în cazul (1) (politică discreţionară).

Deşi permite reducerea costurilor sociale ale politicii monetare, nerespectarea angajamentelor are totuşi propriul său cost, şi anume cel legat de reacţiile agenţilor economici, care sancţionează autorităţile care nu îşi respectă promisiunile.

Pentru a evidenţia acest cost, să presupunem că banca centrală a respectat o anumită regulă monetară în toate perioadele anterioare, $t-1$, $t-2$, ..., cu

excepţia ultimei perioade, t. În cazul în care banca centrală decide ca, în perioada următoare, $t+1$, să ducă o politică monetară discreţionară, căreia îi corespunde o rată a inflaţiei π_{t+1}, rata inflaţiei anticipată pentru perioada respectivă va fi egală cu aceasta din urmă, deşi autorităţile s-au hotărât, între timp, să ducă o politică discreţionară. Or, deoarece anticipaţiile aferente perioadei $t+1$ se confirmă, agenţii economici vor anticipa pentru perioada următoare, $t+2$, o rată a inflaţiei $\pi_{t+2,2}$, adică rata inflaţiei corespunzătoare regulei monetare, nu politicii discreţionare.

Aşadar, în acest exemplu, piaţa sancţionează banca centrală pentru nerespectarea angajamentelor, însă pedeapsa ţine o singură perioadă, deoarece, în perioda următoare, $t+1$, credibilitatea autorităţilor se restabileşte.

Mărimea perioadei de sancţionare depinde de modul de efectuare a anticipaţiilor: extrapolative (regresive), adaptive, raţionale etc.[1]

De asemenea, pot fi adoptate şi alte ipoteze cu privire la modul în care se produce sancţiunea. De exemplu, se pot considera următoarele presupoziţii:

a) reacţia punitivă se produce doar după un anumit număr de perioade de nerespectare a angajamentelor de către autorităţi;

b) încrederea se restabileşte după mai multe perioade în care anticipaţiile se confirmă;

c) mărimea perioadei de testare a consecvenţei băncii centrale depinde de amploarea discrepanţei dintre vorbă şi faptă din trecut; etc.

Concluziile diferă într-o oarecare măsură în funcţie de aceste ipoteze, însă nu modifică mesajul esenţial al analizei efectuate cu ajutorul modelului Barro-Gordon: *pentru a putea lupta cu succes împotriva inflaţiei, banca centrală trebuie să fie credibilă.*

În caz că banca centrală nu este credibilă, politica sa se confruntă cu fenomenul de „incoerenţă temporală". Acest concept, introdus în ştiinţa economică de către F. Kydland şi E. Prescott[2], desemnează faptul că anticipaţiile agenţilor economici reacţionează cu deciziile autorităţilor, împiedicându-le pe acestea din urmă să-şi atingă obeictivele.

În modelul Barro-Gordon, autorităţile politice sunt planificatori sociali bine intenţionaţi, în sensul că duc o politică monetară de natură să maximizeze bunăstarea socială . Cu alte cuvinte, ei provoacă inflaţie doar pentru a reduce şomajul.

---

[1] — Cerna S., *Teoria anticipaţiilor raţionale şi credibilitatea politicii monetare*, ed. cit., p.13-23.

[2] — Kydland F., Prescott E., *Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans*, Journal of Political Economy , 85, 3, 1977.

Această ipoteză simplificatoare este comună în prezent în literatură, întâlnindu-se, de exemplu, pe lângă autorii citați, la K. Kindleberger şi J. Laffargue[1], K. Rogoff[2] etc. Explicația adoptării generale a ipotezei amintite este că permite limitarea analizei la consecințele pe care politica monetară le are în ceea ce priveşte inflația, fără a lua în considerare, deci, alte genuri de efecte economice şi sociale.

Însă, pentru a descrie într-un mod realist comportamentul decidenților politici, trebuie ținut seama de presiunile la care aceştia sunt supuşi. De aceea, unii autori, ca de exemplu, A. Alesina şi G. Tabelini[3], R. Weintraub[4], J. Wooley[5] etc., au introdus în modelele de acest gen ipoteza că autoritățile sunt sensibile la presiunile politice exercitate asupra modului de redistribuire a veniturilor în societate. Ca urmare, în modelele respective, opțiunea decidenților politici pentru relansarea economiei sau pentru stabilitatea prețurilor nu sunt date, ci depind, la rândul lor, de preferințele exprimate de agenții economici.

Ipotezele comportamentale menționate se reflectă prin valorile pe care le ia parametrul a din ecuația (2). Astfel, în ipoteza „planificatorului social bine intenționat", parametrul a reflectă alegerea pe care o fac autoritățile între şomaj şi inflație. În ipoteza că decidenții au un comportament influențat de grupurile de presiune, a reflectă forța relativă a grupurilor de presiune preocupate de şomaj şi, respectiv, de stabilitatea prețurilor. În fine, parametrul a poate fi interpretat ca fiind măsura influenței exercitate de oamenii politici asupra băncii centrale: dacă independența acesteia este absolută, $a = 0$.

2. Credibilitatea băncii centrale

Una din cele mai importante aplicații ale modelului Barro-Gordon este fundamentarea teoretică a conceptului de „credibilitate a băncii centrale".

---

[1] — Kindleberger K., Laffargue J., *Financial Crises: Theory, History and Policy*, Cambridge University Press, Cambridge, Massachuttes, 1982.

[2] — Rogoff K., *The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target*, Quarterly Journal of Economics, 100, 1985, p. 1169-1190.

[3] — Alesina A., Tabelini G., *Rules and Discretion with Non-cordinated Monetary and Fiscal Policies*, Economic Inquiry, 25, 1987, p. 619-630.

[4] — Weintraub R., *Congressional Supervision of Monetary Policy*, Journal of Monetary Economics, 4, 1978, p.341-362.

5 — J. Wooley J., *Monetary Politics*, Cambridge University Press, Cambridge, Massachusetts, 1984.

Acest concept desemnează unul din factorii esenţiali ai eficacităţii politicii monetare, fiind strâns legat de modul raţional de formare a anticipaţiilor. În esenţă, credibilitatea băncii centrale reflectă faptul că, în procesul de formare a anticipaţiilor lor raţionale privind rata inflaţiei, agenţii econmici ţin seama de anunţurile de politică monetară ale acesteia.

În termeni tehnici, *o bancă centrală este credibilă, dacă declaraţiile sale că va duce o politică de asigurare a stabilităţii preţurilor (respectiv, valoarea numerică a ţintei sale de inflaţie) sunt folosite de agenţii economici ca bază pentru previziunile lor.*

Credibilitatea este determinată în principal de modul în care banca centrală şi-a respectat angajamentele în trecut. Acest element subiectiv este, deci, rodul unor decizii de politică monetară, adică a unui ritual ce ţine de ceea ce se unii autori numesc „mistica monetară"[1].

În contextul formal al modelelor bazate pe teoria jocurilor, credibilitatea, C, se măsoară prin diferenţa dintre rata de creştere a masei monetare anunţate de banca centrală, μ^a, şi rata de creştere anticipată de către agenţii economici pe baza informaţiilor incomplete de care aceştia dispun:

$$C = \mu^a - E\left(\frac{\mu^a}{I}\right) \tag{18}$$

În ecuaţia (18), anticipaţiile sunt considerate a se forma în mod raţional, ceea ce se exprimă prin faptul că rata inflaţiei anticipată de agenţii economici este egală cu speranţa matematică a variabilei economice respective, $E\left(\frac{\mu^a}{I}\right)$, calculată pe baza informaţiilor imperfecte, I, existente în momentul în care se face predicţia.

Importanţa acordată de banca centrală problemei credibilităţii depinde de schimbarea de orientare a politicii monetare pe care o preconizează. Astfel, în cazul în care, spre deosebire de trecut, banca centrală devine mai sensibilă la obiectivul stabilităţii nivelului general al preţurilor, ea are interesul ca noua sa orientare să fie imediat cunoscută de public şi să fie considerată credibilă.

---

[1] — Goodfriend M., *Monetary Miystique: Secrety and Central Banking*, Journal of Monetary Economics, 17, 1986, p. 63-93; Aglietta M., *Ordre Monetaire et Banques Centrales*, în: Orlean A., (ed.), *Analyse Economique des Conventions*, Presses Universitaires de France, Paris, 1994, p. 214-215.

Aceasta, deoarece costul dezinflației, exprimat în termeni de şomaj şi de alte variabile reale (de exemplu, nivel de trai), va fi mai redus. În cazul în care, dimpotrivă, banca centrală devine mai sensibilă la diversele motivații pentru creşterea masei monetare, ea are tot interesul ca schimbarea de orientare respectivă să fie înțeleasă cât mai târziu posibil de agenții economici. Căci, în modul acesta, banca centrală îşi menține o vreme posibilitatea de a provoca efectele „inflației-surpriză".

„Credibilitatea" şi „reputația" sunt, aşadar, noțiuni apropiate, ceea ce îi face pe unii autori să le utilizeze în accepțiuni oarecum similare[1].

Aspectul cu adevărat important este că între modul de dobândire şi cel de pierdere a credibilității există o accentuată asimetrie. Astfel, credibilitatea nu se proclamă, ci se construieşte, iar construirea credibilității necesită un timp cu atât mai îndelungat, cu cât, în trecut, practicile inflaționiste au fost mai frecvente. Spre deosebire de aceasta, pierderea credibilității este rapidă, chiar şi atunci când banca centrală se abate doar temporar de la politica monetară restrictivă pe care s-a angajat să o ducă.

Punctul de pornire în procesul de construire a credibilității este anunțul băncii centrale că va adopta o regulă monetară — de tipul unei anumite rate de creştere a masei monetare, al menținerii unui curs de schimb fix cu a o altă monedă ş.a.m.d. —, precum şi angajamentul său că va respecta această regulă. Mărimea credibilității băncii centrale depinde, deci, de doi factori:

1) credibilitatea opțiunii pentru o anumită politică monetară restrictivă;

2) credibilitatea capacității de a aplica în mod durabil politica respectivă.

Prima formă de credibilitate este susceptibilă a fi măsurată prin relația (18). A doua formă depinde de gradul de incertitudine care caracterizează viața politică a societății. Astfel, într-un sistem politic democratic, conducătorii sunt aleşi în mod liber, însă societatea nu ştie dacă autoritățile îşi vor respecta sau nu promisiunile. De aici, o anumită incertitudine ce afectează credibilitatea băncii centrale.

După apariția lucrării citate a lui R. Barro şi D. Gordon, maniera obişnuită de tratare a acestei probleme în literatură este considerarea a două tipuri de bănci centrale:

---

[1] — De ex., Barro R., Gordon D., *Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy*, ed. cit.

1) tipul „puternic", despre care publicul consideră că îşi va respecta angajamentele asumate;

2) tipul „slab", care este mai puţin fiabil.

În cazul în care agenţii economici observă că inflaţia este redusă, ei au motive să creadă că este posibil ca banca centrală din ţara lor a pornit pe calea unei inflaţii scăzute şi că, deci, aceasta este de tipul (1). Virtuţile acestei reputaţii fac ca o bancă de tipul (2) să-şi mascheze comportamentul şi să încerce să facă lumea să creadă că este şi ea de tipul (1).

O abordare similară este cea a lui A. Cukierman[1], care a calculat rata inflaţiei existentă în economie în situaţia în care agenţii economici nu ştiu ce tip de bancă centrală există în ţara respectivă.

În modelul respectiv, banca centrală este de tipul (1) — dacă îşi respectă angajamentele — şi de tipul (2) — în caz contrar. Se mai presupune că banca centrală anunţă politica pe care intenţionează să o ducă în viitor, facând cunoscută ţinta sa privind rata inflaţiei, π^b, la începutul perioadei pentru care agenţii economici îşi încheie contractele. Agenţii economici ştiu că, în general, o bancă centrală poate fi de tipul (1) sau (2), însă nu ştiu cărui tip îi corespunde banca centrală din ţara lor. Ca urmare, în procesul de formare a anticipaţiilor lor cu privire la rata inflaţiei, ei atribuie o anumită probabilitate faptului ca banca centrală să fie de tipul (1). După ce aceste anticipaţii s-au format, veritabilul nivel al ratei inflaţiei este stabilit însă de banca centrală prin politica sa monetară.

În acest cadru, în cazul în care banca centrală este de tipul (1), rata inflaţiei anticipată de agenţii economici, π^a, este egală cu rata inflaţiei anunţată de banca centrală, π^b:

$$\pi^a = \pi^b \qquad (19)$$

În cazul în care banca centrală este de tipul (2), iar lumea înţelege acest lucru, lipsa de fiabilitate implică un anumit cost, ce se manifestă sub forma diminuării eficacităţii politicii monetare. O bancă centrală de tipul (2) are, deci, tot interesul să nu fie descoperită de public ca fiind „slabă". Aceasta este ceea ce autorul citat numeşte „umbra care înconjoară decidenţii", care face ca o bancă

[1] — Cukierman A., *Central Bank Strategy, Credibility and Indpendence. Theory and Evidence*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 1992.

centrală „slabă" să încerce să pară „puternică", iar o bancă centrală „puternică" să-şi adapteze oportunist comportamentul, în sensul de a nu-şi respecta nici ea complet angajamentele.

Într-adevăr, deoarece agenţii economici nu ştiu cu ce fel de bancă centrală au de a face, ei nutresc întotdeauna o anumită neîncredere în ceea ce priveşte fermitatea angajamentelor pe care aceasta şi le asumă. Să presupunem că banca centrală este realmente una „puternică" şi că ea anunţă o ţintă de inflaţie π^b. Însă, ţinând seama de îndoiala care planează întotdeauna asupra comportamentului băncii centrale, anunţul amintit nu este crezut în totalitate de agenţii economici, care anticipează un nivel diferit al ratei inflaţiei, π^a:

$$\pi^a \neq \pi^b \tag{20}$$

În aceste condiţii, dacă banca centrală realizează cu adevărat rata inflaţiei pe care a anunţat-o, performanţa respectivă constituie o „surpriză monetară", cu efectele cunoscute ale acesteia. De exemplu, admiţând că obiectivul băncii centrale este asigurarea stabilităţii preţurilor şi că, pentru atingerea acestui deziderat, ea anunţă o ţintă de inflaţie scăzută, dacă ţinta este realmente atinsă, apare un nedorit fenomen de „surpriză monetară", al cărui efect este creşterea şomajului.

Credibilitatea băncii centrale influenţează, la rândul său, rata şomajului. Pentru a demonstra existenţa acestei legături, să presupunem că reputaţia oamenilor politici este proastă, în sensul că se bănuieşte că vor face în aşa fel încât chiar dacă banca centrală este de tipul (1), aceasta să adopte comportamentul celei de tipul (2). Ecartul dintre rata inflaţiei efectiv observate, π, şi ţinta privind rata inflaţiei, π^b, este cu atât mai mare, cu cât această impresie este mai puternică. Ne propunem să arătăm că derapajul inflaţionist este determinat aici de credibilitatea băncii centrale, nu de vreun considerent privind ocuparea mâinii de lucru, ca în modelul Barro-Gordon. Totodată, ne propunem să arătăm că această lipsă de credibiliate a băncii centrale provoacă creşterea ratei şomajului.

Să admitem că obiectivul băncii centrale este minimizarea costului net al politicii monetare, Z, definit de ecuaţia (2), iar aceasta, indiferent de tipul băncii centrale („puternică" sau „slabă").

Să mai presupunem că agenţii economici atribuie o anumită probabilitate, p, cazului că banca centrală este de tipul (1) şi, deci, o probabilitate $(1\text{-}p)$ cazului contrar. Modelul după care se formează anticipaţiile agenţilor economici privind rata inflaţiei este, aşadar, următorul:

$$\pi^a = p\pi^b + (1-p)\frac{b}{a} \tag{21}$$

Strategia optimă a unei bănci centrale de tipul (2) este să minimizeze costul politicii monetare, Z_t, în condiţiile restricţiei reprezentate de ecuaţia (21) şi cu respectarea egalităţii:

$$\pi_t = \pi_t^b \tag{22}$$

Rezultatul acestui calcul de optimizare este:

$$\pi_t = \pi_t^b = (1-p)\frac{b}{a} = \pi^* \tag{23}$$

Costul politicii monetare aplicate de o bancă centrală de tipul (2) este, deci:

$$Z_t = (1-p^2)\frac{b^2}{2a} \tag{24}$$

În cazul în care banca centrală nu şi-ar fi anunţat intenţiile, costul politicii monetare ar fi fost, conform ecuaţiei (5), următorul:

$$Z_t = \frac{b^2}{2a} \tag{25}$$

Rezultă că în cazul în care banca centrală este credibilă, $(p > 0)$, ea are tot interesul să anunţe public ţinta privind rata inflaţiei, π^*, nu să ascundă obiectivul pe care îl urmăreşte.

O bancă centrală de tipul (1) doreşte şi ea să minimizeze costurile politicii sale monetare discreţionare. În acest scop, ea are interesul ca publicul să o

considere a fi una de tipul (2), iar, ca urmare, anunță o țintă de inflație π^*. Anticipațiile agenților economici vor fi, deci, de forma:

$$a\pi_t^a = p\pi^* + (1-p)\frac{b}{a} = (1-p^2)\frac{b}{2a} \tag{26}$$

Dacă $p > 0$, atunci:

$$(1-p^2)\frac{b}{2a} < \frac{b}{a} \tag{27}$$

Rezultă că anunțarea țintei de inflație, π^*, este o strategie optimă pentru ambele tipuri de bănci centrale. Având în vedere incertitudinea ineluctabilă cu privire la tipul băncii centrale, în cazul în care o bancă centrală de tipul (2) anunță o țintă de inflație egală cu zero, aceasta crează fără să vrea o „surpriză monetară", a cărei consecință poate fi creşterea ratei şomajului.

Costul unei surprize monetare pentru o bancă centrală de tipul (2) este:

$$Z_t = \pi^t - \pi^a = (1-p)\left(\pi^t - \frac{b}{a}\right) \tag{28}$$

Dacă $\pi_t^a = 0$, costul devine:

$$Z_t = -(1-p)\frac{b}{a} \tag{29}$$

O bancă centrală de tipul (2) preferă, deci, să urmărească o țintă de inflație π^*, situată la un nivel de compromis între valoarea zero a ratei inflației şi nivelul corespunzător unei politici monetare discreționare. Înseamnă că o bancă centrală de tipul (2) îşi ajustează comportamentul la cel al unei bănci de tipul (1).

Cu toate acestea, asimetria informațională cu privire la obiectivele urmărite determină o bancă „puternică" să încerce să se comporte pe cât posibil ca atare. Această consecință comportamentală poate fi evidențiată cu ajutorul modelului construit de J.Vickers[1], în care funcția-obiectiv a băncii centrale depinde direct

[1] — Vickers J., *Signalling in Model of Monetary Policy with Incomplete Information*, Oxford Economic Papers, 38, 1986, 443-455.

BCU - CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

proporţional de inflaţia neanticipată şi invers proporţional de inflaţia realmente existentă.

În acest model, calificativele „puternică" sau „slabă" sunt utilizate, la fel ca în modelele anterioare, pentru a desemna opţiunea unei bănci centrale pentru stabilitatea preţurilor sau pentru stimularea economiei. Se presupune, deci, că o bancă centrală poate avea două tipuri de comportament: unul subordonat obiectivului stabilităţii preţurilor şi altul subordonat obiectivului relansării creşterii economice (reducerii şomajului). O bancă centrală este considerată a fi de tipul (1) — dacă optează pentru primul obiectiv — şi de tipul (2) — dacă optează pentru cel de-al doilea.

Totuşi, faptul că o bancă centrală de tipul (1) optează pentru stabilitatea preţurilor nu înseamnă că aceasta nu poate recurge la creşterea masei monetare din considerente referitoare la şomaj sau din alte motive. După cum explică autorul menţionat, semnificaţia acestei ipoteze este doar că, pentru o bancă centrală de tipul (1), costul marginal al creşterii ratei inflaţiei este mai mare decât pentru una de tipul (2).

Se mai presupune că banca centrală nu îşi face cunoscută politica monetară pe care intenţionează să o ducă, ceea ce permite excluderea din model a efectelor factorului „reputaţie".

Pe baza acestor ipoteze, în modelul construit de J.Vickers, relaţia dintre realizarea obiectivelor politicii monetare şi „inflaţia-surpriză" este mai puternică pentru o bancă centrală de tipul (1), decât pentru una de tipul (2).

În aceste condiţii, funcţia costului politicii monetare devine:

$$Z_i = \frac{a_i}{2}\pi^2 - b\left(\pi_t - \pi_t^a\right),\ i = 1,2 \qquad (30)$$

unde parametrul a_i are valori diferite în funcţie de obiectivel băncii centrale: $a_2 < a_1$.

Pentru ca, pe termen scurt, relansarea economiei să fie posibilă, este necesar ca efectul „surprizei monetare" să fie cât mai puternic cu putinţă. Această amplificare se poate obţine în două moduri:

a) Dacă banca centrală consideră că anticipaţiile agenţilor economici sunt date şi că, deci, acestea nu pot fi influenţate, amplificarea efectului se obţine prin creşterea semnificativă a ratei inflaţiei.

b) Dacă banca centrală consideră că anticipațiile nu sunt date, ea poate încerca să le influențeze, ceea ce îi permite să ajungă la același rezultat ca în cazul anterior, însă practicând o rată a inflației mai mică.

Având în vedere ipotezele arătate cu privire la comportamentul unei bănci centrale de tipul (1), se demonstrează că, pentru o asemenea bancă, soluția a doua este mai puțin costisitoare. Ca urmare, pentru a-și atinge obiectivul cu cel mai mic cost, adică a asigura stabilitatea prețurilor fără a provoca o creștere semnficativă a șomajului, o bancă centrală „puternică" va trebui să încerce să se deosebească de o bancă centrală „slabă". Pentru aceasta, ea emite un semnal, iar acesta constă în practicarea ratei inflației celei mai mici posibile.

Concluzia care se desprinde este că pentru a contracara mimetismul băncilor centrale „slabe", care le compromite reputația, bancile centrale „puternice" sunt nevoite să se comporte astfel încât copierea comportamentului lor să aibă un cost mult prea mare pentru băncile „slabe". În mod practic, aceasta însemnă practicarea unei rate a inflației atât de scăzute, încât o bancă centrală „slabă" să nu se poată nici măcar preface că o urmărește. *In extremis*, se poate imagina situația că pentru a convinge societatea că este realmente „puternică", o bancă centrală de tipul (1) merge până acolo încât stabilește un nivel-țintă al ratei inflației atât de mic, încât provoacă o recesiune temporară a economiei.

3. Transparența băncii centrale

O concluzie importantă desprinsă din analizele efectuate cu ajutorul modelelor de tip Barro-Gordon este că informațiile pe care banca centrală le transmite publicului influențează în mod hotărâtor realizarea obiectivelor sale.

În mod tradițional, băncile centrale au fost (și unele continuă să fie) instituții puțin transparente. Iar aceasta, nu numai pentru că transmiterea de informații influențează gradul de atingere a obiectivelor băncii centrale, ci și pentru că utilizarea informațiilor respective pe piețele financiare poate genera însemnate profituri celor care intră primii în posesia lor.

Practica secretului a fost relevată pentru prima dată la nivel teoretic de M. Goodfriend[1] în cazul Sistemului Rezervelor Federale din SUA (*Fed*). În această țară,

[1] — Goodfriend M., *Monetary Miystique: Secrety and Central Banking*, ed.cit.

legea întitulată *„Freedom of Information Act"* (1966) obligă organismul însărcinat cu elaborarea politicii monetare — *Federal Open Market Comittee* (FOMC) — să îşi facă imediat cunoscute deciziile prin publicarea minutelor şedinţelor respective. Or, după cum arată autorul citat, *Fed* nu a respectat niciodată această prevedere, iar când a fost dat în judecată şi litigiul a ajuns în faţa Curţii Supreme de Justiţie a SUA, aceasta a decis — după şapte ani de deliberări — ca *Fed* să publice minutele şedinţelor sale doar după şase săptămâni de la data ţinerii acestora.

Puternica tendinţă spre secret se manifestă în cazul multor altor bănci centrale. Încercând să explice acest fenomen destul de răspândit, J. Rudin[1] arată că secretul permite diminuarea volatilităţii ratei dobânzii, deoarece face ca agenţii economici să fie mai puţin sensibili la schimbările bruşte ale orientării politicii monetare. Tot aşa, amânarea anunţării măsurilor de politică monetară preconizate permite reducerea primelor de risc incluse în diverse rate ale dobânzii. După cum arată G. Tabellini[2], acest fapt a şi fost, de altfel, principalul argument invocat în apărarea sa de către FOMC în procesul judiciar amintit.

La ora actuală, în literatură există două explicaţii principale ale înclinaţiei spre secret a băncilor centrale.

Prima este că un înalt grad de independenţă statutară, combinat cu o anumită ambiguitate în anunţarea obiectivelor, permite oamenilor politici să influenţeze politica monetară, dar fără a suporta riscurile electorale implicate de efectele negative ale politicii pe care o impun.

A doua explicaţie este că politica monetară nu poate influenţa variabilele economice reale decât dacă acţionează pe neprevăzute, adică dacă inflaţia este neanticipată (surpriză-monetară). Ambiguitatea este, deci, „constructivă", în sensul că permite provocarea unei „surprize", care are efecte pozitive asupra economiei reale.

După cum arată K. Lewis[3], aceste explicaţii constituie motivele pentru care, în definitiv, oamenii politici nu edictează legi care să oblige băncile centrale să fie absolut transparente.

---

[1] — Rudin J., *Central Bank Secrety, „Fed Watching" and the Predictibility of Interest Rate*, Journal of Monetary Economics, 22, 1988, p. 317-334.

[2] -Tabellini G., *Secrety of Monetary Policy and the Variability of Interest Rate*, Journal of Money, Credit and Banking, 19, 4, 1987, p. 425-441.

[3] — Lewis K., *Why Doesn't Society Minimise Central Bank Secrety*, Economic Inquiry, 29, 1991, p. 403-415.

În ceea ce le priveşte, acestea din urmă preferă, la rândul lor, soluția „ambiguității constructive" (*Constructive Ambiguity*), deoarece, dacă ar fi obligate la o transparență totală, pentru a dejuca anticipațiile agenților economici, ar trebui să recurgă la practica transmiterii de informații false, ceea ce în țările democratice constituie o infracțiune.

În principiu, banca centrală are la dispoziție două mijloace pentru a contracara anticipațiile agenților economici care îi sunt nefavorabile:

1) încetinirea procesului de învățare al acestora;

2) transmiterea unor informații parțiale.

Într-adevăr, dacă banca centrală optează pentru o strategie de comunicare caracterizată printr-o „ambiguitate constructivă", agenții economici vor întâmpina unele dificultăți în descifrarea veritabilelor intenții ale autorității monetare. În modul acesta, banca centrală încetineşte procesul de învățare al agenților economici, care, deşi sunt tot atât de raționali ca şi banca centrală însăşi, sesizează mai greu schimbarea orientării politicii monetare.

O asemenea strategie de comunicare este tentantă mai ales pentru o bancă centrală care urmăreşte crearea unei „surprize monetare", adică este mai preocupată de relansarea economiei, decât de stabilitatea prețurilor. Căci, printr-o „ambiguitate constructivă", banca respectivă poate nu numai să creeze mai uşor „surprize monetare", ci şi să aleagă într-o manieră convenabilă momentul în care produce asemenea surprize.

În cazul în care obiectivul băncii centrale este stabilitatea prețurilor, încetinirea procesului de învățare constituie însă un handicap, deoarece, în acest caz, interesul băncii este să-şi (re)construiască rapid credibilitatea. Or, pentru dobândirea credibilității, este necesar, pe de o parte, ca creşterea masei monetare să fie supusă unui control riguros, iar, pe de altă parte, agenții economici să înțeleagă rapid că banca centrală acționează în scopul combaterii inflației cu toate mijloacele care îi stau la dispoziție.

Însă, după cum observă H. Grossman[1], comportamentul lăudabil al băncii centrale poate proveni şi din motive mai puțin onorabile. Astfel, dacă banca centrală doreşte să semnaleze piețelor că nu va aplica o politică monetară discreționară, ea va acționa ca şi cum ar fi preocupată de stabilitatea prețurilor, deşi nu este aşa.

---

[1] — Grossman H., *Inflation and Reputation with Generic Policy Preferences*, Journal of Money, Credit and Banking, 22, 2, 1990, p. 165-177.

După cum am arătat, decizia băncii centrale de a crea inflaţie neanticipată se explică, în general, prin considerente ce ţin de dezideratul diminuării şomajului, mai precis, de efectele inflaţiei-surpriză asupra salariilor reale. Or, în cazul în care are loc o ajustare frecventă a contractelor de muncă, aceste efecte sunt destul de slabe. Ca urmare, rata inflaţiei depinde, *inter alia*, de intervalele de timp dintre datele la care se adoptă deciziile de politică monetară, periodicitate care constituie principalul element care determină viteza de reacţie a agenţilor economici la comportamentul „oportunist" al bancii centrale. În principiu, cu cât intervalele decizionale respective sunt mai scurte, cu atât câştigurile potenţiale ale unei inflaţii neanticipate sunt mai mici şi, deci, inflaţia va fi mai moderată.

În modul acesta, băncile centrale „active" — cum le-a numit A. Cukierman şi A. Meltzer[1] — folosesc lipsa de transparenţă pentru a-şi îmbunătăţi acţiunea asupra variabilelor economice reale.

O altă cauză a lipsei de transparenţă constă în interesele de natură politico-birocratică. Acţiunea acestui factor a fost evidenţiată îndeosebi de T. Havrilesky[2], care, pornind de la cazul *Fed*, a elaborat ceea ce se numeşte „teoria ţapului ispăşitor". Conform acestei teorii, în schimbul independenţei sale ridicate, *Fed* serveşte politicienilor ca „ţap ispăşitor", în sensul că preia asupra sa vina pentru eşecul politicii economice. Astfel, în situaţiile în care rezultatele politicii economice sunt considerate nesatisfăcătoare de către opinia publică, oamenii politici pasează răspunderea pentru lipsa de performanţă a economiei asupra *Fed*. După cum arată experienţa, acest procedeu este un mijloc puternic de deturnare a atenţiei electoratului de la adevăratele cauze ale rezultatelor nesatisfăcătoare ale politicii economice, deoarece, din punct de vedere legal, *Fed* are un mare grad de independenţă, ceea ce face verosimilă ideea că este răspunzător de evoluţiile negative din economie.

Concluzia care se desprinde din această analiză este că modul în care *Fed* reacţionează la presiunile oamenilor politici nu este unul bine definit. Dacă această reacţie ar fi una tranşantă, politicienii nu ar putea acuza *Fed* de propriile lor nerealizări, iar, pe de altă parte, transparenţa ar împiedica *Fed* să accepte funcţia de „ţap ispăşitor".

---

[1] — Cukierman A., Meltzer A., *A Theory of Ambiguity, Credibility and Inflation under Discretion and Asymetric Information*, Econometrica, 54, 1986, p. 1099-1128.

[2] — Havrilesky T., *A Public Choice Perspective on the Cycle in Monetary Policy*, Cato Journal, 9, 1990, 709-718.

Într-o lucrare a lui R. Salsman[1], aceast rol de paratrăsnet al băncii centrale este considerat esențial mai ales pentru depășirea crizelor bancare create chiar de guverne.

În conformitate cu studiile citate, secretul se explică, deci, prin dorința oamenilor politici de a transfera răspunderea asupra unei instituții ce poate fi făcută vinovată de insuccesul economic. Ascunzându-se în spatele independenței băncii centrale, oamenii politici par mai puțin responsabili de rezultatele economice nesatisfăcătoare. În ceea ce o privește, conducerea băncii centrale se lasă, ocazional, blamată de politicieni, în schimbul independenței financiare și funcționale mari de care se bucură.

Funcția de „țap ispășitor" este și mai necesară în cazul în care politica monetară nu mai este stabilită la nivel național, ci de către un organism suprastatal (Consiliu al Guvernatorilor), ca în cazul Eurosistemului. Rolul de „țap ispășitor" revine aici Băncii Centrale Europeane, care acceptă uneori să fie blamată pentru insuccesele economiei comunitare, deoarece, la rândul său, poate acuza lipsa de performanță a politicilor duse de guvernele naționale, ceea ce îi întărește independența și credibilitatea. Uneori este posibil, așadar, ca „false" acuze să creeze o „veritabilă" credibilitate!

Secretul practicat de banca centrală avantajează, de asemenea, băncile comerciale. După cum au demonstrat T. Cosimano și J. Van Huyck[2], lipsa de transparență a băncii centrale permite băncilor comerciale să-și sporească beneficiile, făcându-le, astfel, să devină cointeresate în păstrarea secretului.

A priori, o asemenea afirmație este surprinzătoare, având în vedere că lipsa de transparență a băncii centrale reduce predictibilitatea ratelor dobânzii, ceea ce sporește riscurile suportate de băncile comerciale. Într-adevăr, esența serviciului prestat de băncile comerciale clienților lor constă în furnizarea de lichidități, iar ca urmare acestea calculează costul marginal al creditelor pe care le acordă și al depozitelor pe care le atrag în funcție de costul anticipat al lichidităților.[3] Or, lipsa de transparență a băncii centrale augmentează costurile de acest gen suportate de băncile comerciale și, deci, le diminuează profiturile.

---

[1] — Salsman R., *Bankers as Scapegoats for Government-Created Crises in US History*, în: White L., (ed.), *„The Crisis in American Banking"*, New York University Press, New York, 1993, p. 128-141.

[2] — Cosimano T., Van Huyck J., *Central Bank Secrety, Interest Rate and Monetary Control*, Economic Inquiry, 31, 1993, p. 370-382.

[3] — Pentru simplificare, se face abstracție de cheltuielile de funcționare ale băncilor comerciale.

Cu toate acestea, după cum arată autorii menționați, există un anumit canal prin care secretul determină creşterea profiturilor băncilor comerciale. Astfel, lipsa de transparență din partea băncii centrale permite băncilor comerciale să majoreze ecartul dintre rata dobânzii pe care o percep la creditele acordate, pe de o parte, şi rata dobânzii pe care o plătesc la depozitele atrase, pe de altă parte. Căci, băncile comerciale repercutează în mod diferit incertitudinea provocată de lipsa de transparență asupra celor două tipuri de dobânzi: active şi pasive. În mod practic, incertitudinea determină estimarea aproximativă a ratei viitoare a dobânzii în cadrul unei marje de eroare; băncile aplică limita inferioară la depozitele atrase şi limita superioară, la creditele acordate.

Explicația acestei practici rezidă în faptul că băncile comerciale încearcă, la rândul lor, să beneficieze de asimetria informațională care caracterizează relațiile cu clienții. Astfel, cunoştințele băncilor despre pieţele de capitaluri sunt superioare celor ale clienților lor, iar, ca urmare, ele pot susține în fața acestora din urmă că pe piață există riscuri mari, ce justifică creşterea ratei dobânzii aferente creditelor pe care le acordă, fără ca clienții să aibă suficiente argumente pentru a putea contracara această tactică.

Autorii citați afirmă că, pentru anumite valori ale parametrilor modelului lor, creşterea profiturilor băncilor comerciale determinată de cel de-al doilea fenomen este mai mare decât pierderea provocată de creşterea costurilor implicate în mod direct de riscurile aferente volatilității sporite a ratei dobânzii, de unde posibilitatea apariției unei complicități între banca centrală şi băncile comerciale.

Cu toate acestea, se constată că, în anii '70-'80 ai secolului XX, numeroase bănci centrale din țările dezvoltate au elaborat strategii de comunicare cu publicul care să le permită să difuzeze mai multe informații cu privire la politicile lor. Consecințele acestor practici au fost analizate îndeosebi de către A. Cukierman[1], care a arătat că o asemenea strategie constă, de regulă, în formularea unor previziuni macroeconomice, anunțarea țintelor monetare şi prezentarea principalelor măsuri de politică monetară preconizate. Acest demers a fost adoptat inițial de băncile centrale din SUA, Anglia, Franța, Canada, Elveția, Australia etc., iar apoi de băncile centrale care au trecut la țintirea inflației (Noua Zeelandă, Chile, Israel, Suedia, Finlanda, Spania, Cehia, Polonia, Ungaria, România). Totuşi, comunicatele băncilor centrale sunt în

[1] — Cukierman A., *Central Bank Strategy, Credibility and Indpendence. Theory and Evidence*, ed. cit.

continuare destul de imprecise, deşi gradul de transparenţă diferă mult de la o ţară la alta.

Analizând factorii care determină precizia anunţurilor băncilor centrale, J. Stein[1] a construit un model în care, spre deosebire de semnale, care sunt considerate ca fiind anunţuri ce au un anumit cost, informaţiile transmise de banca centrală prin comunicate, rapoarte, publicaţii, conferinţe de presă etc., sunt tratate ca fiind lipsite de costuri pentru agenţii economici (*Cheap Talk*).

Derularea acţiunilor are şi în acest caz forma unui joc matematic, ale cărui principale ipoteze sunt că agenţii economici previzionează viitoarea rată a inflaţiei prin extrapolarea ratei inflaţiei pe care au observat-o în trecut (anticipaţii extrapolative), iar banca centrală beneficiază de o asimetrie informaţională în ceea ce priveşte schimbările intervenite în planul obiectivelor politicii monetare.

Desfăşurarea jocului este asemănătoare cu cea a jocurilor prezentate anterior, cu singura deosebire că, pentru formarea anticipaţiilor agenţilor economici, este necesar ca banca centrală să emită, înainte de încheierea negocierilor contractuale, un semnal referitor la proiecţiile sale privind creşterea masei monetare, μ^a. Însă, deoarece se presupune că informaţiile transmise de banca centrală sunt parţiale, acest semnal nu reflectă corect viitoare rată de creştere efectivă a masei monetare, μ_p. Cu alte cuvinte, există relaţia:

$$\mu_p = \mu^a + \gamma \tag{31}$$

unde, pe lângă notaţiile anterioare, variabila γ exprimă gradul de secret ($\gamma > 0$).

După cum au arătat M. Garfinkel şi S. Oh[2], decizia băncii centrale de a transmite un semnal rezultă dintr-un calcul prin care aceasta compară avantajele unei politici monetare rigide cu cele ale unei politici discreţionare. Rezultatul calculului depinde de orizontul de timp avut în vedere.

Semnalul transmis de banca centrală cu privire la rata de creştere a masei monetare constituie o sursă suplimentară de informaţii pentru agenţii

---

[1] — Stein J., *Cheap Talk and the Fed: A Theory of Imprecise Policy Annoucements*, American Economic Review, 79, 1989, p. 32-42.

[2] — Garfinkel M., Oh S., *Strategic Discipline in Monetary Policy with Private Information: Optimal Targeting Horizons*, American Economic Review, 1, 1983, p. 99-117.

economici. Aceste informaţii sunt utilizate în procesul de formare a anticipaţiilor lor raţionale, ceea ce nu este cazul în modelele de tip Barro-Gordon tradiţionale, în care anticipaţiile sunt date.

Astfel, agenţii economici coroborează informaţiile obţinute din observarea evenimentelor trecute cu informaţiile oferite de anunţurile băncii centrale, prin care se relevă schimbările intervenite în orientarea politicii monentare. Cu alte cuvinte, anunţurile băncii centrale transformă anticipaţiile agenţilor economici din extrapolative în adaptive.

Într-adevăr, publicul compară anunţurile făcute în trecut de banca centrală cu realizările respective, iar dacă observă că gradul de secret este ridicat, incertitudinea sa va fi mai mare. Forma extremă de lipsă de transparenţă este cazul în care banca centrală nu face nici un fel de anunţuri referitoare politica sa monetară; în acest caz, se regăseşte amintita situaţie de asimetrie informaţională cu privire la obiective. Dacă, dimpotrivă, transparenţa este ridicată, incertitudinea va fi redusă şi la fel va fi şi derapajul inflaţionist.

Transparenţa ridicată sau transmiterea de informaţii precise diminuează, deci, „activismul" monetar al băncii centrale.

Pe de altă parte, rămâne că o bancă centrală care îşi propune să asigure stabilitatea preţurilor trebuie să transmită societăţii informaţii precise. Căci, procedând în modul acesta, ea îşi îmbunătăţeşte credibilitatea.

Rezultă că gradul de transparenţă (precizia) informaţiilor oferite publicului depinde de marja de manevră pe care banca centrală doreşte să şi-o asigure în materie de politică monetară. Mai precis, este vorba despre posibilitatea pe care banca centrală doreşte să şi-o păstreze în a duce sau nu o politică discreţionară.

În acest cadru, este posibilă compararea diverselor tipuri de politici monetare prin prisma strategiei de comunicare a băncii centrale pe care o implică. Astfel, adoptând tipologia folosită de J. Dorn şi A. Schwartz[1], iar mai târziu de R. Michener[2], pot fi definite următoarele variante:

1) politica monetară discreţionară, fără nici un fel de anunţuri;

2) politică monetară discreţionară, cu anunţuri;

3) politică monetară subordonată regulei lui Friedman.

---

[1] — Dorn J., Schwartz, *The Search for Stable Money: Essays on Monetary Reform*, University of Chicago Press, Chicago, 1987.

[2] — Michener R., *Rules, Commitment and the Search for Stable Money*, Journal of Monetary Economics, 23, 1, 1989, p. 151-158.

Pentru a compara aceste trei tipuri de strategii, trebuie avut în vedere faptul că banca centrală nu controlează niciodată în mod absolut masa monetară, deoarece oferta de monedă are anumite componente endogene. În plus, există întotdeauna anumite erori de previzionare legate de dificultățile tehnice ale operațiunilor de calcul şi de monitorizare a agregatelor monetare.

Presupunând că gradul de eroare este dat şi identic în toate cele trei variante, se demonstrează că gradul de incertitudine este maxim în varianta (1), mai mic în varianta (2) şi minim în varianta (3). Certitudine absolută nu există, aşadar, nici chiar în cazul adoptării unei reguli monetare, deoarece, chiar şi în această variantă, subzistă posibilitatea comiterii de erori în procesul de control al masei monetare.

Pe de altă parte, o politică monetară discreționară, însoțită de anunțuri credibile (varianta 1), se caracterizează prin acelaşi grad de incertitudine ca şi adoptarea unei reguli monetare (varianta 3).

În ceea ce priveşte volatilitatea ofertei de monedă, aceasta prezintă aceiaşi ierarhizare ca şi gradul de incertitudine.

Ca urmare, se poate afirma că regula lui Friedman (varianta 3) este superioară altor tipuri de politici monetare, deoarece permite, pe de o parte, reducerea incertitudinii, iar pe de altă parte, diminuarea variabilității masei monetare.

O primă concluzie care rezultă din cele de mai sus este că, în condiții de informare imperfectă, anunțarea unei ținte monetare de către banca centrală reduce incertitudinea.

A doua concluzie este că, în cazul unei politici discreționare, transmiterea de informații parțiale determină diminuarea gradului de „activism" al băncii centrale.

În fine, cu cât gradul de transparență este mai ridicat, cu atât este mai mare credibilitatea băncii centrale. Iar după cum sugerează A. Cukierman[1], cu cât gradul de precizie a informațiilor transmise de banca centrală este mai scăzut, cu atât piețele acordă mai multă importanță altor semnale referitoare la politica monetară: declarațiile liderilor politici, zvonurile, personalitatea conducătorilor băncii centrale etc.

Analizând mijloacele prin care poate fi eliminată tentația lipsei de transparență, K. Rogoff[2] propune numirea în fruntea băncii centrale a unui

[1] — Cukierman A., *Central Bank Strategy, Credibility and Indpendence. Theory and Evidence*, ed. cit.
[2] — Rogoff K., *The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target*, ed. cit.

„conservator", adică a unei persoane mai puţin înclinată spre inflaţie decât restul societăţii.

O altă soluţie, propusă de M. Garfinkel şi S. Oh[1], este instituirea obligaţiei legale a băncii centrale de a transmite informaţii clare cu privire la politica sa monetară. După părerea autorilor citaţi, acest deziderat poate fi realizat în practică prin încheierea unui contract între guvern şi banca centrală, în care să se prevadă recalcularea salariilor conducătorilor acesteia din urmă în funcţie de gradul de îndeplinire a angajamentelor asumate. Un asemenea contract se utilizează, de exemplu, în Noua Zeelandă, unde angajaţii băncii centrale primesc un spor la salariu în cazul în care ţinta de inflaţie este atinsă.

Ideea pe care se bazează această ultimă soluţie este că banca centrală se comportă ca oricare altă intreprindere şi că, deci, comportamentul său poate fi descris nu printr-o funcţie de bunăstare socială, ci printr-o funcţie de utilitate, care cuprinde atât elemente referitoare la costul său de funcţionare, cât şi elemente referitoare la ţinta monetară.

Astfel, venitul suplimentar al băncii centrale, T, ce urmează a fi folosit pentru finanţarea amintitelor creşteri de salarii, se alocă acestor destinaţii numai în situaţia în care ţinta de inflaţie anunţată este atinsă. În acest caz, banca centrală îşi maximizează funcţia de utilitate, U, a cărei expresie este:

$$U = T(\pi) - Z, \tag{32}$$

unde Z, este funcţia costului social al politicii monetare.

Ecuaţia (32) arată că banca centrală este sensibilă atât la propria sa remuneraţie, cât şi la criteriul costului social al politicii monetare. Ea poate totuşi justifica o deviaţie de la ţinta de inflaţie prin invocarea unor şocuri exogene neprevăzute în momentul anunţării ţintei şi semnării contractului cu guvernul. Ca urmare, banca centrală va avea tendinţa să nu accepte acest gen de contract şi să solicite o remuneraţie condiţionată de o ţintă mai flexibilă. De aceea, C. Walsh[2] susţine că un contract cu guvernul bazat pe o singură variabilă

[1] — Garfinkel M., Oh S., *Strategic Discipline in Monetary Policy with Private Information: Optimal Targeting Horizons*, ed. cit.

[2] — Walsh C., *Optimal Contracts for Central Bankers*, American Economic Review, 85, 1, 1995, p. 150-167.

(rata inflației — ca în Noua Zeelandă) este ineficace şi că trebuie completat cu clauze referitoare la alte ținte (nivelul producției, rata dobânzii etc.) (contract de tip Walsh).

Indiferent de modul în care se exprimă angajamentul băncii centrale (față de o anumită rată de creştere a masei monetare, de un anumit obiectiv de stabilitate a prețurilor sau de o combinație de mai multe variabile), riscul lipsei de transparență depinde de influența pe care sfera politică o exercită asupra băncii centrale.

La prima vedere, soluția este simplă: asigurarea independenței băncii centrale față de puterea politică. Independența băncii centrale ridică însă şi ea numeroase probleme.

4. Independența băncii centrale

Începând cu anii '80 ai secolului XX, eforturile de combatere a inflației s-au orientat în două direcții complementare:

1) adoptarea unei anumite reguli monetare;

2) asigurarea independenței băncii centrale.

Legătura dintre aceste soluții interdependente constă în nevoia de credibilitate a băncii centrale în lupta sa împotriva inflației.

Independența băncii centrale se justifică, în principiu, prin faptul că un asemnea statut împiedică oamenii politici să influențeze instituția însărcinată cu conceperea şi aplicarea politicii monetare. Cu toate acestea, ideea independenței băncii centrale nu este scutită de anumite critici. Asfel, pe lângă dificultățile teoretice şi empirice cu care se confruntă definirea şi măsurarea sa, independența băncii centrale este susceptibilă de alte două obiecții majore. În primul rând, independența poate fi doar una „aparentă", iar oamenii politici să exercite, în fapt, o puternică influență „ocultă" asupra activității băncii centrale. În al doilea rând, independența băncii centrale implică o administrare birocratică a ofertei de monedă, despre care nu se poate susține într-un mod indubitabil că este mai bună decât controlul politic.

4.1. Eliminarea influenței vizibile a sferei politice

La fel ca alte comportamente umane, faptele politice pot fi analizate în termeni economici (cost-beneficiu). Această abordare constituie o aplicație a analizei economice a diverselor genuri de comportamente umane inițiată de economistul american G. Becker[1]. Lucrările respective tratează o gamă diverse de subiecte, cum ar fi, investițiile în capital uman, economia familială (repartizarea sarcinilor şi alocarea timpului), analiza economică a infracțiunii, discriminările de pe piața bunurilor şi serviciilor etc.

Conform acestei abordări, oamenii politici schimbă pe ceea s-ar putea numi „piața politică" programe electorale pe voturile alegătorilor. Programele electorale sunt elaborate în funcție de interesele grupurilor de presiune; acestea sunt constituite din indivizi care se asociază pentru a-şi apăra interesele, exercitând presiuni asupra oamenilor politici. Scopul lor comun este modificarea, într-un sens care le este favorabil, a politicilor economice şi/sau a reglementărilor existente.

4.1.1. Rolul grupurilor de presiune

Un grup de presiune poate fi considerat ceea ce în literatură se numeşte „căutător de rentă" (*rent-seeker*)[2]. Renta se naşte din intervenția oamenilor politici în mecanismele economiei; această intervenție nu este o creare de avuție, ci un transfer de venituri de la un agent economic la altul.

Exemplul clasic de apariție a unei rente este cel al protecționismului, însă interpretarea poate fi extinsă la toate cazurile în care mecanismele economice sunt blocate sau distorsionate prin decizii politice.

Astfel, să luăm cazul unui bun oarecare şi să presupunem, pentru început, că economia este deschisă. De asemenea, să admitem că piața bunului respectiv este o piață liber concurențială şi că prețul pieței este P_0. După cum rezultă din

---

[1] — Becker G., *Human Capital: A Theoretical and Empirical Analysis, with Special Reference to Education*, Chicago, University of Chicago Press, (3rd ed.), 1993.

[2] — Fenomenul căutării de rente a fost identificat pentru prima dată de G. Tullock în cazul monopolurilor. (Tullock, G., *The Welfare Costs of Tariffs, Monopolies and Theft*, Western Economic Journal (Economic Inquiry), 5, 1967, p. 224-232).
Conceptul de „căutător de rentă" (*rent-seeker*) a fost introdus în știința economică de A. Krueger într-un influent articol apărut în 1974. (Krueger A., *The Political Economy of the Rent-Seeking Society*, American Economic Review, 64, 1974, p. 291-303).

figura nr. 1, acest preț corespunde punctului în care dreapta cererii *CC'* intersectează dreapta ofertei *OO'*.

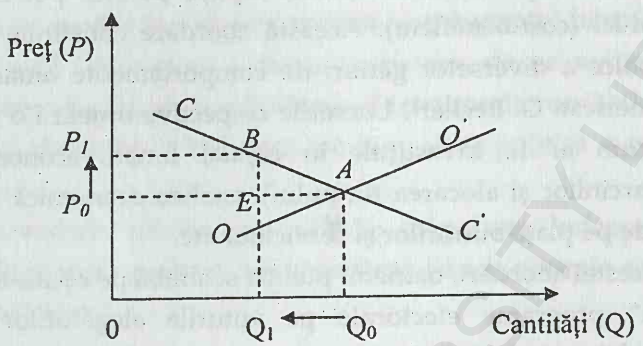


Figura nr. 1: Fenomenul căutării de rentă

Să presupunem acum că unii producători autohtoni nu sunt mulțumiți de prețul existent pe piață, P_0, pe care îl consideră prea mic. În consecință, ei formează un grup de presiune, care acționează pe diverse căi pentru a determina autoritățile să adopte măsuri protecționiste. În cazul în care această acțiune este încununată de succes şi guvernul instituie, să spunem, o taxă vamală, prețul intern va creşte, ajungând la nivelul P_1. Ca urmare, noul punct de echilibru al pieței va fi *B*.

Trecerea economiei din punctul *A* în *B* presupune însă reducerea cantității de bunuri cumpărate de consumatori de la nivelul Q_0 la nivelul Q_1. Această reducere a cantității de bunuri obținute de consumatori, căreia îi corespunde creşterea cantității de bunuri care revine producătorilor, constituie renta pe care producătorii o obțin ca urmare a instituirii amintitei taxe vamale (dreptunghiul P_1BEP_0). Se observă că *renta este, de fapt, cantitatea suplimentară de bunuri de care beneficiază producătorii ca urmare a faptului că cei care cumpără bunurile în cauză plătesc un preț mai mare şi, deci, obțin o cantitate fizică de bunuri mai mică*. Este vorba, aşadar, despre un transfer de bunuri de la consumatori la producători realizat prin intervenția statului în economie.

Diminuarea nivelului de trai al consumatorilor provocată de restrângerea concurenței prin protecționism este reprezentată de triunghiul *ABE*, numit „triunghiul lui Hebeger". După cum se observă din figura de mai sus, scăderea nivelului de trai (reducerea cantității de bunuri consumate) provine din faptul

că, din cauza protecţionismului, consumatorii nu pot să aleagă între bunurile de acelaşi fel autohtone şi/sau provenite din import, la preţul format liber pe piaţă, P_0, ci sunt constrânşi să plătească preţul mai mare, P_1. Acest preţ mai mare este impus de producătorii interni, organizaţi într-un grup de presiune aflat în căutarea unei rente (*rent-seeker*). Costul suplimentar, suportat de consumatori, echivalează cu o diminuare a nivelului lor de trai, fiind, de fapt, sursa rentei (creşterii bunăstării) de care beneficiază producătorii care reuşesc să determine adoptarea de către stat a unor măsuri protecţioniste.

Concluzia care se desprinde din analiza de mai sus este că orice politică economică înseamnă intervenţia statutului în economie şi că orice intervenţie a statului implică redistribuirea veniturilor între diverse grupuri sociale.

O analiză asemănătoare a elaborat J. Stigler[1], care a formulat ceea ce se numeşte „teoria prădăciunii"[2]. Conform acestei teorii, oamenii politici oferă pe „piaţa politică" reglementări şi politici economice în schimbul voturilor şi al altor forme de susţinere politică. Ei încearcă să maximizeze o funcţie-obiectiv, care poate fi numită „funcţie de susţinere politică" şi ale cărei variabile sunt:

1) costul politic al creării unei rente (pierderea susţinerii din partea „victimelor" rentei);

2) beneficiile politice obţinute (voturile favorabile suplimentare provenite de la beneficiarii rentei).

Pornind de aici, G. Becker[3] a generalizat „teoria grupurilor de presiune", ajungând la concluzia că unul din factorii importanţi care determină structura impozitelor, subvenţiilor şi tuturor celorlate privilegii economice este concurenţa dintre grupurile de presiune pentru influenţarea oamenilor politici. Această concluzie este împărtăşită în prezent de numeroşi autori (M. Olson[4], F.

---

[1] — Sigler G., *The Theory of Economic Regulation*, Bell Journal of Economics and Management Sciences, 1971.

[2] — În cadrul teoretic respectiv, unii autori (Moore B. J., *Injustice: The Social Bases of Obedience and Revolt*, M.E. Sharpe, *White Plains*, 1978, p. 445-446) numesc „ elite de pradă" grupurile de indivizi „care fac puţine servicii populaţiei subordonate şi extrag pentru propriile scopuri un surplus destul de mare pentru a crea sărăcie pe o scară masivă şi care nu ar exista dacă populaţia de sub ea ar fi lăsată în voia soartei". (Apud. Mungiu-Pippidi A., Athabe G., *Secera şi buldozerul. Scorniceşti şi Nucşoara. Mecanisme de aservire a ţăranului român*, Polirom, Iaşi, 2002, p.108-109).

[3] — Becker G., *A Theory of Competition Among Pressure Groups for Political Influence*, Quarterly Journal of Economics, 98, 3, 1983, p. 371-400.

[4] — Olson M., *The Logical of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups*, Harvard University Press, 1966.

Largier[1], P. Varnetti[2] etc.), aplicându-se, *mutatis mutandis*, şi în domeniul politicii monetare.

4.1.2. Ciclul politico-monetar

În acest cadru, analiza influenței sferei politice asupra deciziilor de politică monetară permite evidențierea existenței unui „ciclu politico-monetar".

Unul dintre primii autori care a arătat că obiectivele economice ale oamenilor politici depind de ciclul electoral a fost N. Nordhaus[3]. Acesta şi-a propus să verifice empiric ipoteza că, înainte de alegeri, oamenii politici sunt mai sensibili la dezideratul relansării activității economice (reducerii şomajului), iar după alegeri, la cel al stabilității prețurilor. Concluzia sa este că, înainte de alegeri, politica monetară este discreționară, pe când după alegeri devine una riguroasă, în sensul că tinde a avea caracteristicile politicii supuse unei anumite reguli. Iar având în vedere efectele pe care deciziile de politică monetară le exercită asupra nivelului general al prețurilor, ciclul economic este, de fapt, un „ciclu politico-inflaționist".

În această analiză, se presupune că electoratul este „naiv", în sensul că se complace să suporte pasiv deciziile oamenilor politici. Această ipoteză reflectă o viziune foarte pesimistă asupra societății, deoarece, în condițiile respective, „ciclul politico-inflaționist" este fără sfârşit.

Pentru a explica modul în care adesea se iese totuşi din această fatalitate economică, analiza „ciclului politico-monetar" a trebuit să ia în considerare şi alte genuri de comportamente ale electoratului şi ale oamenilor politici.

În general, se au în vedere următoarele patru tipuri de comportamente:

a) electoratul este:

1) „naiv";

2) „sofisticat" („rațional") — în sensul că încearcă să prevadă comportamentul viitor al factorilor de decizie prin analiza obiectivelor şi capacității acestora de a respecta obiectivele proclamate;

b) oamenii politici şi/sau autoritățile monetare sunt:

---

[1] — Largier F., *Analyse Economique de la Politique*, Cujas, Paris, 1991.

[2] — Varnetti P., *La Theorie de la Recherche de Rente*, Analyses de la SEDEIS, 8, 1990, p. 27-35.

[3] — Nordhaus N., *The Political Business Cycle*, Review of Economic Studies, 42, 130, 1975, p. 165-190.

1) „oportunişti (ste)" — în sensul că indivizii care alcătuiesc instituţiile respective sunt motivaţi de buna funcţionare a acestora şi/sau de propria lor carieră;

2) „ideologici (e)" („partizani (e)") — adică motivaţi (te) de respectarea unei reguli monetare riguroase.

Ipotezele menţionate cu privire la comportamentele electoratului şi ale oamenilor politici sunt prezentate schematic în tabelul nr. 2.

Tab. nr.2: Comportamentele electoratului şi ale oamenilor politici

Alegători	Oameni politici
Naivi	Oportunişti
Raţionali	Ideologici

La început, literatura consacrată problematicii „ciclului politico-monetar" a adoptat ipoteza că alegătorii sunt „naivi", iar oamenii politici „oportunişti". Ulterior, s-a adoptat ipoteza că partidele sunt „ideologice", ceea ce a permis aprofundarea studiului poziţiilor partidelor politice cu privire la alegerea între inflaţie şi şomaj[1]. Într-o a treia fază, ipoteza „naivităţii" alegătorilor a fost înlocuită cu cea a „raţionalităţii" acestora. În prezent, majoritatea lucrărilor consacrate acestei problematici se bazează pe ipoteza duală: «alegători „raţionali"/oameni politici „ideologici"».

Unul din reprezentanţii cei mai cunoscuţi ai acestei din urmă abordări este A. Alesina[2], care a analizat modul în care este elaborată politica economică într-un sistem politic bipartizan de genul celui existent în SUA.

În modelul respectiv, se presupune că partidele politice sunt sensibile la grupuri de presiune diferite, în funcţie de ideologia lor. Astfel, se consideră că un partid de stânga are o înclinaţie mai puternică decât un partid de dreapta în a provoca inflaţie în scopul reducerii şomajului.

În ceea ce îi priveşte, alegătorii anticipează viitorul şi încearcă să decodifice motivaţiile ideologice ale partidelor, chiar dacă nu nu pot avea certitudinea că descifrează corect intenţiile formaţiunilor politice.

---

[1] — Hibbs D., *Political Parties and Macroeconomic Policy*, American Political Science Review, 71, 1977, p. 1467-1487.

[2] — Alesina A., *Macroeconomic Policy in a Two-party System as a Repetead Game*, Quarterly Journal of Economics, 102, 1987, 651-678.

Rezultă că, în condiții de informare imperfectă, acțiunea celor două tipuri de partide — de stânga și de dreapta — produce efecte diferite, deși ele au de a face cu același electorat „rațional". Modelele de referință pentru studiul acestui fenomen sunt modelul Alesina-Sachs[1] și modelul Havrilesky[2].

Modelul Alesina-Sachs pornește de la ipoteza că există două partide: partidul *A* — favorabil relansării activității economice și partidul *B* — favorabil stabilității prețurilor. Alte ipoteze ale modelului sunt că politica monetară este discreționară, iar publicul este perfect informat cu privire la obiectivele celor două partide. Înainte de alegeri, el nu cunoaște însă cu certitudine nici partidul care va câștiga alegerile și nici rezultatul politicii duse de acesta și, deci, care va fi rata inflației după alegeri.

Anticipațiile raționale făcute de public înainte de alegeri conduc la o rată a inflației egală cu media aritmetică ponderată a ratelor discreționare anunțate de cele două partide. Ponderile respective depind de probabilitatea atribuită de indivizi rezultatului alegerilor.

Rata inflației anunțată de partidul *A* este mai mică decât cea anunțată de partidul *B*. Ca urmare, în cazul în care alegerile sunt câștigate de partidul *A*, rata inflației neanticipate este pozitivă, iar în cazul în care sunt câștigate de partidul *B*, este negativă. Rezultă că, dacă alegerile sunt câștigate de partidul *A*, are loc o creștere economică temporară, iar dacă câștigă partidul *B*, se produce o încetinire temporară a creșterii economice.

În acest cadru, funcția-obiectiv a unui partid politic, i, poate fi scrisă astfel:

$$Z = \frac{a_i}{2}\left(y^* - y\right)^2 + \frac{\mu^2}{2}, \quad i = A,B \tag{32}$$

unde:

y^* - rata creșterii economice propusă ca țintă;

y — rata creșterii economice observată;

μ — rata de creștere a masei monetare, presupusă, pentru simplificare, egală cu rata inflației.

a_i — preferința relativă a partidului i pentru relansarea creșterii economice, ori pentru stabilitatea prețurilor; $a_i > 0; a_A > a_B$.

---

[1] — Alesina A., Sachs J., *Political Parties and the Business Cycle in the US: 1948-1984*, Journal of Money, Credit and Banking, 20, 1988, p. 63-82.

[2] — Havrilesky T., *The Frequency of Monetary Policy Signalling from the Administration to the Federal Reserve*, Journal of Money, Credit and Banking, 23, 1991, 423-428.

Efectul unei creşteri neanticipate a masei monetare asupra volumului producţiei poate fi exprimat cu ajutorul unei funcţii de tip Lucas:

$$y - y_n = b(\mu - \mu^a) \tag{33}$$

unde:

y_n - rata creşterii economice naturale;

b - parametru care măsoară sensibilitatea variabilelor reale la surprizele monetare; $b > 0$.

Se mai presupune că salariile nominale sunt negociate înainte de alegeri, ceea ce permite integrarea în anticipaţiile agenţilor economici a incertitudinii referitoare la tipul de oameni politici care vor ajunge la putere după alegeri.

De asemenea, se presupune că un partid este ales pentru două perioade de referinţă, fiecare perioadă fiind egală cu durata contractelor de muncă.

În fine, se mai presupune că:

a) alegerile au loc la începutul primei perioade;

b) prima negociere salarială are loc înainte de alegeri;

c) partenerii ţin seama de incertitudinea cu privire la viitorul guvern.

După alegeri, partidul care ajunge la putere stabileşte rata de creştere a masei monetare prin minimizarea funcţiei-obiectiv care îi este specifică, în condiţiile în care rata de creştere a salariilor nominale este dată. Se poate uşor arăta că acest nivel al ratei de creştere a masei monetare este:

$$\mu^{i,1} = \frac{ba_i}{(1+b^2a_i)(y^* - y_n)} + \frac{b^2a_i}{\mu^{a,1}(1+b^2a_i)} \tag{34}$$

unde, pe lângă notaţiile anterioare:

$\mu^{a,1}$ - rata inflaţiei anticipată pentru prima perioadă;

$\mu^{i,1}$ - rata inflaţiei realizată de autorităţi în perioada 1.

Deoarece diferenţa $(y^* - y_n)$ şi variabila $\mu^{a,1}$ sunt mai mari pentru un a_i mai mare, rata inflaţiei provocată de partidul A este, în prima perioadă, mai mare decât cea creată de partidul B:

$$\mu^{A,1} > \mu^{B,1} \tag{35}$$

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Prin minimizarea funcției-obiectiv specifice partidului câștigător, în condițiile în care s-a presupus că anticipațiile sunt raționale: $\mu = \mu^a$, se demonstrează că, în perioada a doua, rata inflației de echilibru este cea corespunzătoare unei politici discreționare:

$$\mu^{i,2} = ba_i\left(y^* - y_n\right), \qquad i = A,B \tag{36}$$

Într-adevăr, deoarece $a_A > a_B$, rata inflației practicată în a doua perioadă de guvernul format de partidul *A* este mai mare decât cea practicată de guvernul format de partidul *B*.

Modelul Havrilesky se bazează pe aceleaşi ipoteze, cu deosebirea că presupune că ceea ce diferențiază cele două partide sunt preferințele acestora pentru o redistribuire mai amplă sau mai puțin amplă a veniturilor, nu preferințele pentru relansarea economiei *versus* inflație.

Mai precis, programul de guvernare anunțat de partidul *A* presupune o redistribuire de venituri mai amplă decât platforma politică anunțată de partidul *B*. Or, efectele negative ale redistribuirii pot fi mascate printr-o creştere temporară a masei monetare, care să dea iluzia unei creşteri generale a veniturilor. Ca urmare, se poate considera că partidul *A* realizează o creştere a ofertei de monedă mai mare decât partidul *B*. În mod concret, se presupune că oferta de monedă este cu atât mai mare, cu cât gradul de presiune fiscală este mai ridicat.

Pe baza acestor ipoteze, autorul testează relația dintre creşterea masei monetare şi gradul de fiscalitate în cazul specific al SUA, ajungând la concluzia că aceste două variabile sunt strâns legate. Spre deosebire de aceasta, legătura dintre rata de creştere a masei monetare şi schimbarea orientării ideologice a administrației este slabă. Cu alte cuvinte, legătura dintre monedă şi fiscalitate se verifică, însă legătura dintre monedă şi ideologia partidelor politice care ajung la putere este mai slabă.

Pornind de la aceste rezultate, A. Cukierman[1] a construit un model mixt, în care se presupune că oamenii politici au comportamente atât „oportuniste", cât şi „ideologice". De asemenea, în locul ipotezei că între cele două partide există deosebiri marcante şi persistente în ceea ce priveşte obiectivele politicii lor economice, autorul menționat introduce ipoteza că obiectivele aceluiaşi partid se modifică în timp. Această ipoteză a fost apoi adoptat şi de alți autori

[1] — Cukierman A., *Central Bank Strategy, Credibility and Indpendence. Theory and Evidence*, ed. cit.

(T. Person şi L. Svenson[1], G. Tabellini[2] etc.), fiind în prezent obişnuită în literatură.

La rândul lor, alţi autori (K. Grier[3], A. Alesina, G. Cohen şi N. Rubini[4] etc.) au încercat să rafineze ipoteza comportamentului „raţional" al alegătorilor, presupunând că şi aceştia îşi modifică în timp atitudinea în funcţie de situaţia economică. În prezent, această abordare este comună în literatură.

Scopul tuturor acestor analize este modelarea legăturilor care există între politica economică, oamenii politici şi alegători. Deşi ipotezele cu privire la comportamentele acestor actori ai vieţii economice şi politice nu sunt încă definitivate, meritul investigaţiilor respective este că demonstrează că inflaţia este un fenomen cu o importantă dimensiune politică. În conformitate cu aceste studii, independenţa băncii centrale faţă de puterea politică este singura soluţie de natură să permită acestei instituţii să lupte cu şanse de succes împotriva inflaţiei. Ideea independenţei băncii centrale pare, aşadar, definitiv intrată în patrimoniul de cunoştinţe al ştiinţei economice moderne.

Cu toate acestea, independenţa băncii centrale este greu de definit şi de măsurat, iar asigurarea independenţei legale nu împiedică influenţa ocultă a oameniilor politici asupra acestei instituţii. Importanţa băncii centrale este mult prea mare, iar oamenii politici sunt mult prea iscusiţi pentru a nu găsi modalităţi de a-şi exercita influenţa asupra centrului reglator al cantităţii de monedă, chiar dacă pentru aceasta trebuie să recurgă la căi ocolite sau mai puţin ortodoxe.

4.2. Măsurarea independenţei

Măsurarea independenţei băncii centrale este foarte dificilă, deoarece gradul de independenţă al acestei instituţii depinde de un mare număr de factori necuantificabili.

---

[1] — Person T., Svenson L., *Why a Stubborn Conservative Would Run a Deficit? Policies with Time Consistent Preferences*, Quarterly Journal of Economics, 104, 1989, p. 325-345.

[2] — Tabellini G., *Secrety of Monetary Policy and the Variability of Interest Rate*, ed. cit.

[3] — Grier K., *Presidential Elections and Federal Reserve Policy: An Empirical Test*, Southern Economic Journal, 54, 1987, 475-486.

[4] — Alesina A., Cohen G., Rubini N., *Macroeconomics Policy and Elections in OECD Democracies*, în: Cukierman A., Hercowitz Z., Leiderman L., (ed.), *Political Economy, Growth and Cycles*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 1992, p. 78-91.

Majoritatea autorilor care se ocupă de acest subiect (K. Banaian, L. Laney şi T. Willet[1], V. Grilli, D. Masciandaro şi G. Tabelini[2], A. Cukierman[3] etc.) utilizează un coeficient bazat pe criteriul independenței legale. Acest mod de abordare ridică două probleme principale.

În primul rând, legile de organizare şi funcționare a băncii centrale în vigoare în prezent în diverse țări sunt destul de imprecise.

În al doilea rând, ceea ce contează este nu numai conținutul legilor respective, ci şi modul în care acestea se aplică. De aceea, deşi modelele bazate pe criteriul independenței legale constituie o etapă importantă în efortul de cuantificare a independenței băncilor centrale, acestea trebuie completate prin luarea în considerare a altor elemente.

Una din cele mai cunoscute clasificări a băncilor centrale din țările dezvoltate în funcție de criteriul independenței legale este cea a lui A. Cukierman[4]. Acest autor apreciază independența legală în funcție de diferite elemente juridice cuprinse în legea de organizare şi funcționare a băncii centrale, fiecare dintre elementele respective fiind ponderate în funcție de importanța lor.

Fără a intra în detalii, amintim următoarele elemente luate în calculul „coeficientului Cukierman":

a) statutul consiliului de administrație, guvernatorului şi vice-guvernatorilor (durata mandatului, procedura de numire şi de demitere; mod de salarizare, situațiile în care persoanele respective pot fi revocate etc.);

b) modul în care se adoptă deciziile de politică monetară (exclusiv de către banca centrală, de comun acord cu guvernul, banca centrală are doar rol consultativ etc.);

c) limitele şi condițiile referitoare la creditele acordate guvernului; ş.a.m.d.

Analizând amintita legătură dintre gradul de independență a băncii centrale şi rata inflației, autorul citat ajunge la următoarele două concluzii:

1) în pofida reformelor efectuate în ultima perioadă, băncile centrale continuă să fie puternic dependente de puterea politică;

---

[1] — Banaian K., Laney L., Willet T., *Central Bank Independence: An International Comparison*, Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review, March, 1983, p. 1-13.

[2] — Grilli V., Masciandaro D., Tabelini G., *Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in Industrial Countries*, Economic Policy, 13, 1991, p. 341-392.

[3] — A. Cukierman A., *Central Bank Strategy, Credibility and Indpendence. Theory and Evidence*, ed. cit.

[4] — Cukierman A., *Central Bank Strategy, Credibility and Indpendence. Theory and Evidence*, ed. cit., p. 382.

2) independenţa nu este neaparat necesară pentru a avea o rată a inflaţiei redusă.

Aceste concluzii au o constituit obiectul a numeroase critici, care au meritul că au relevat pe larg dificultăţile măsurării independenţei băncii centrale.

Una dintre cele mai serioase contestaţii ale acestui demers este cea a lui C. Goodhard[1], care a evidenţiat relevanţa redusă a indicatorilor bazaţi pe elemente deduse exclusiv din prevederile legilor de organizare şi funcţionare a băncilor centrale. Într-adevăr, această obiecţie este justificată, având în vedere că procedeul respectiv operează o selecţie convenţională a criteriilor legale, cărora le atribuie ponderi destul de arbitrare.

Reacţia autorilor criticaţi a fost diversificarea metodelor de măsurare a independenţei şi creşterea numărului variabilelor luate în considerare.

Astfel, A. Cukierman şi colaboratorii săi au propus un nou criteriu: durata manadatului membrilor consiliului de administraţie[2]. Ideea pe care se bazează această propunere este că, dacă membrii acestui for pot fi înlocuiţi înainte de expirarea mandatului lor, există o mare probabilitate ca gradul de independenţă al băncii centrale să fie redus. Calculele făcute de autorii citaţi învederează marile diferenţe care există în această privinţă între diverse ţări, iar principala lor concluzie este că viteza de rotaţie a membrilor organismului de conducere a băncii centrale este sensibil mai mare în ţările în curs de dezvoltare, decât în ţările dezvoltate.

Trebuie totuşi remarcat că o viteză de rotaţie mică a cadrelor de conducere nu înseamnă neaparat că banca centrală este independentă, deoarece s-ar putea ca acestea să fie menţinute în funcţie tocmai pentru că sunt obediente faţă de puterea politică.

O altă soluţie propusă în literatură este utilizarea unor elemente complementare, cum ar fi, calitatea departamentului de cercetare al băncii centrale sau gradul de dezvoltare a pieţelor de capital.

Astfel, conducerea băncii centrale se bazează în deciziile sale pe rapoartele, studiile, publicaţiile etc., elaborate de departametul de cercetare şi de celelalte compartimente aflate în subordine, iar o înaltă calitate ştiinţifică a materialelor

---

[1] — Goodhard C., *What Should Central Banks Do? What Should be their Macroeconomic Objectives and Operations?*, The Economic Journal, 104, 1994, p. 1425-1436.

[2] — Cukierman A., Webb S., Neyapti B., *Measuring The Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes*, World Bank Economic Review, 6, 1992, p. 353-398.

respective conferă băncii centrale o mai mare greutate în susținerea pozițiilor pe care le adoptă în fața factorilor de decizie politică.

Tot așa, cu cât gradul de dezvoltare al piețelor de capital este mai mare, cu atât este mai mare autoritatea băncii centrale, având în vedere că instituția respectivă este singura reprezentantă a statului pe unele dintre aceste piețele (piața monetară interbancară, piața valutară etc.). De exemplu, în țările în care există diverse variante de cursuri de schimb fixe, puterea băncii centrale este relativ limitată, deoarece, odată stabilit nivelul cursului valutar (de către banca centrală sau de către aceasta împreună cu guvernul), banca centrală nu poate face altceva decât să intervină pe piața valutară (dacă există) pentru a susține cursul oficial. În țările cu regim de curs de schimb flexibil, capacitatea băncii centrale de a duce o politică monetară autonomă este mult mai mare.

Prin prisma aprecierii gradului de independență, contează, de asemenea, modul de retribuire a membrilor consiliului de administrație al băncii centrale. Asfel, dacă, pe de o parte, legislativul sau executivul nu pot interveni în stabilirea salariilor guvernatorului şi ale celorlalți membrii, iar pe de altă parte, durata mandatului acestor demnitari este lungă, se consideră că banca centrală se bucură de o mare independență.

În fine, gradul de independență depinde de strategia guvernului în ceea ce priveşte datoria publică. După cum arată unii autori (T. Persson şi L. Svenson[1], A. Alesina şi G. Tabelini[2] etc.), cu cât guvernul contractează împrumuturi mai mari pe piețele financiare, cu atât creşte riscul ca independența băncii centrale să fie redusă. Aceasta, deoarece guvernul este tentat să provoace inflație pentru a uşura sarcina datoriei publice (rate scadente + dobânzi).

Redăm mai jos pentru ilustrare, cîteva evaluări făcute cu ajutorul celor mai cunoscuți indici de acest tip în cazul țărilor dezvoltate[3].

---

[1] — T. Persson T., Svenson L., *Why a Stubborn Conservative Would Run a Deficit?Policies with Time Consistent Preferences*, ed. cit.

[2] — Alesina A., Tabelini G., *Rules and Discretion with Non-cordinated Monetary and Fiscal Policies*, ed. cit.

[3] — Eijffinger S., De Haan J., *The Political Economy of Central-Bank Independence*, Special Papers in International Economics, 10, Princeton, NJ, 1996, p. 23, apud: Kismer F., Wagner H., *Central Bank Independence and Macroeconomic Performance. A Survey of the Evidence*, în: Healey N., Harrison B., (eds.), *Central Banking in Eastern Europe*, Routledge, London, 2004, p. 116.

Tabelul nr. 3: Gradul de independenţă a unor bănci centrale din ţările dezvoltate

Ţara	Alesina	Grilli, Masciandaro şi Tabellini	Eiffinger-Schaling	Cukierman
Australia	1	9 (3)	1	0,31
Austria	-	9 (3)	3	0,58
Belgia	2	7 (1)	3	0,19
Canada	2	11 (4)	1	0,46
Danemarca	2	8 (3)	4	0,47
Filanda	2	-	3	0,27
Franţa	2	7 (2)	2	0,28
Germania	4	13 (6)	5	0,66
Grecia	-	4 (2)	-	0,51
Islanda	-	-	-	0,36
Irlanda	-	7 (3)	-	0,39
Italia	1,5	5 (4)	2	0,22
Japonia	3	6 (1)	3	0,16
Olanda	2	10 (6)	4	0,42
Noua Zeelandă	1	3 (0)	3	0,27
Norvegia	2	-	2	0,14
Portugalia	-	3 (1)	2	-
Spania	1	5 (2)	3	0,21
Suedia	2	-	2	0,27
Elveţia	4	12 (5)	5	0,68
Anglia	2	6 (1)	2	0,31
SUA	3	12 (5)	3	0,51

Notă: Indicele Alesina ia valori între 1 şi 4, indicele Eiffinger-Schaling între 1 şi 5, indicele Grilli-Masciandaro-Tabellini între 0 şi 16 (în paranteză se dă indicele independenţei politice), iar indicele Cukierman între 0 şi 1. O valoare mare a acestor indici înseamnă o mare independenţă a băncii centrale.

În ceea ce priveşte băncile centrale din economiile în tranziţie, acestea sunt organizate, în general, după modelul Băncii Centrale Europene. Transplantarea în lumea postcomunistă a modelului european de bancă centrală s-a realizat în principal prin reformele efectuate în fostele republici sovietice şi în ţările central şi est-europene la începutul şi mijlocul anilor '90, al căror rezultat a fost creşterea independenţei băncii centrale faţă de guvern. Ca urmare, la ora actuală, gradul de independenţă al băncilor centrale din ţările respective este

destul de ridicat, fiind comparabil cu cel al băncilor centrale din țările dezvoltate. Redăm mai jos câteva evaluări făcute pe acest caz[1].

Tabelul nr. 4: Gradul de independență a unor bănci centrale din țările foste comuniste

Țara	Cukierman	Grilli, Masciandaro şi Tabellini	Ilieva, Gregoriou, Tsitsannis
Albania	0,51	12 (7,1)	0,48
Armenia	0,85	14 (8,2)	0,52
Azerbaijan	0,25	-	0,39
Belarus	0,73	11 (6,5)	0,43
Bulgaria	0,55	15 (8,8)	0,61
Croația	0,44	11 (6,5)	0,52
Cehia	0,73	13 (0,76)	0,65
Estonia	0,78	13 (7,6)	0,65
Georgia	0,73	13 (7,6)	0,70
Ungaria	0,67	10 (5,9)	0,70
Kazakhstan	0,44	— -	0,48
Kyrgystan	0,52	15 (8,8)	0,70
Letonia	0,49	12 (7,1)	0,65
Lituania	0,78	15 (8,8)	0,70
FYROM	0,41	14 (8,2)	0,74
Moldova	0,73	13 (7,6)	0,74
Mongolia	0,55	- -	0,43
Polonia	0,89	14 (8,2)	0,72
România	0,34	7 (4,1)	0,61
Rusia	0,49	11 (6,5)	0,52
Slovacia	0,62	11 (6,5)	0,57
Slovenia	0,63	11 (6,5)	0,70

Notă: Indicele Ilieva-Gregoriou-Tsitsannis ia valori între 0 şi 1.

[1] — Ilieva J., Gregoriou A., Tsitsannis N., *Central Bank Independences and Inflation Performances in Transition Economies*, în: Healey N., Harrison B., (eds.), *Central Banking in Eastern Europe*, Routledge, ed. cit., p. 154.

Pornind de la aceste măsurători, numeroase investigaţii de factură empirică şi-au propus să testeze legătura dintre independenţă şi inflaţie[1]. Concluzia care se desprinde din aceste ample cercetări econometrice este că această legătură există, însă este afectată de importanţi factori reziduali. De aceea, A. Cukierman[2] conchide că, pentru a explica performanţele în materie de combatere a inflaţiei, trebuie luate în considerare şi alţi factori, cum ar fi, aversiunea publicului faţă de inflaţie sau orientarea ideologică a guvernului.

Această ultimă remarcă are două implicaţii majore. În primul rând, deşi raţionamentele teoretice conduc la concluzia că între independenţa băncii centrale şi nivelul scăzut al inflaţiei există legătură, se constată că ipoteza respectivă nu poate fi testată corect din punct de vedere econometric. În al doilea rând, dacă, la acelaşi grad de independenţă, factorul determinant pare a fi ideologia partidului aflat la putere, înseamnă că între oamenii politici şi banca centrală există mijloace de comunicare care nu sunt reflectate de conceptul de „independenţă".

5. Independenţa aparentă şi independenţa reală

Relativitatea rezultatelor empirice sugerează că în relaţia dintre banca centrală şi lumea politică există şi alţi factori implicaţi. Dintre studiile care încearcă să identifice aceşti factori, amintim următoarele două abordări:

---

[1] — Dintre lucrările de referinţă, amintim următoarele: Alesina A., Summers L., *Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence*, Journal of Money, Credit and Banking, 25, 1993, p. 151-162; Arestis P., *Money, Pricing, Distribution and Economic Integration*, Macmillan, London, 1997; Bassoni M., Cartapanis A., *Autonomie des banquea centrales et performances macroeconomiques. Un reexamen*, Revue Economique, 46, 2, 1995, p. 415-432; Grilli V., Masciandaro D., Tabelini G., *Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in Industrial Countries*, ed.cit.; Willet T., *Political Business Cycles-The Political Economy of Money, Inflation and Unemployment*, Duke University Press, Durham, 1988; Mayer T., (ed.), *The Political Economy of American Monetary Policy*, Cambridge University Press, Cambridge, 1990; Kismer F., Wagner H., *Central Bank Independence and Macroeconomic Performance. A Survey of the Evidence*, în: Healey N., Harrison B., (eds.), *Central Banking in Eastern Europe*, Routledge, London, 2004, p. 107-140; Ilieva J., Gregoriou A., Tsitsannis N., *Central Bank Independences and Inflation Performances in Transition Economies*, în: Healey N., Harrison B., (eds.), *Central Banking in Eastern Europe*, Routledge, London, 2004, p. 141-164; etc.

[2] — Cukierman A., *Central Bank Strategy, Credibility and Indpendence. Theory and Evidence*, ed. cit

1) analiza influenței ascunse exercitate de oamenii politici;

2) analiza economică a băncii centrale ca verigă a birocrației statale.

5.1. Influența ascunsă a oamenilor politici

Dificultățile cu care se confruntă măsurarea independenței băncii centrale se explică prin faptul că acest concept nu reflectă toate modalitățile de comunicare şi interacțiune dintre sfera politică şi banca centrală. Căci, chiar dacă banca centrală este independentă, ea primeşte mesaje informale de la autoritățile politice (guvern, parlament), de la cercurile financiare, grupurile de presiune, mass media etc.

Literatura actuală recunoaşte, în general, aceste genuri de influențe, oferind numeroase descrieri mai mult sau mai puțin amănunțite ale canalelor de comunicare respective. Însă, cea care face obiectul celor mai recente şi mai interesante cercetări — majoritatea efectuate pe cazul SUA — este problema căilor ascunse prin care se exercită influența politică asupra băncii centrale. Aceste analize relevă că, *de facto*, independența băncii centrale este mai mică decât *de jure*. Totuşi, se recunoaşte că formele de comunicare sunt multiple şi greu de reperat, deoarece sunt înconjurate de cel mai mare secret.

Primii autori care au arătat că, în pofida independenței sale aparent ridicate, *Fed* suferă o puternică influență din partea oamenilor politici au fost R. Weintraub[1], N. Beck[2] şi J. Wooley[3].

La rândul său, analizând principalele legături de acest gen, T. Havrilesky[4] sugerează că există două modalități importante de acțiune a admnistrației americane asupra *Fed*:

1) scrisorile cuprinzând dezideratele administrației cu privire la taxa de reescont şi în general la politica menetară;

2) salariile plătite membrilor consiliului de administrație (*Board of Governors*), a căror „personalizare" îi face mai permiabili la sugestiile administrației.

---

[1] — Weintraub R., *Congressional Supervision of Monetary Policy*, ed. cit.

[2] — Beck N., *Presidential Influence on the Federal Reserve in the 1970's*, American Journal of Political Science, 26, 1982.

[3] — Wooley J., *Monetary Politics*, ed. cit.

[4] — Havrilesky T., *The Frequency of Monetary Policy Signalling from the Administration to the Federal Reserve*, ed. cit.

Conform autorului citat, trimitera unor asemenea scrisori este cu atât mai frecventă, cu cât membrii respectivi sunt mai apropiaţi de partidul aflat la putere.

În ceea ce priveşte modul de stabilire a salariilor membrilor FOMC, T. Havrilesky şi J. Gildea[1] au arătat că există diferenţe notabile între salariile membrilor „loiali" administraţiei şi celorlalţi membri şi că această modulare salarială constituie o cauză importantă a diferenţierii voturilor exprimate cu privire la orientarea politicii monetare.

Un alt mijloc de influenţare politică informală a băncii centrale este procedura de numire, demisie sau demitere a membrilor organismului de conducere. Astfel, analizând procedurile respective în cazul SUA, C. Waler[2] ajunge la concluzia că acestea constituie un fel de „troc" între partidele politice cu orientări ideologice explicite diferite şi care susţin candidaţi diferiţi. Consecinţa este că deşi, în perioada dintre alegeri, orientările ideologice sunt destul de divergente, aceste poziţii evoluează treptat spre o concepţie de mijloc în preajma alegerilor; aceasta din urmă poate fi considerată concepţia „standard" a unui membru al FOMC.

Analiza procedurilor de numire realizată de autorul citat învederează, de asemenea, influenţa importantă pe care o exercită grupurile de presiune.

Un alt factor este formaţia profesională a membrilor FOMC. Analizând acţiunea acestui factor, T. Havrilesky şi J. Gildea[3] ajung la concluzia că membrii FOMC care votează pentru politica monetară a partidului care le-a susţinut numirea (*Reliable Governeur*) provin, de regulă, din lumea universitară şi din mediile financiar-bancare. Explicaţia este că prelegerile ţinute în faţa studenţilor, respectiv, activitatea desfăşurată ca angajat al băncii centrale, băncilor comerciale şi celorlate instituţii financiare alimentează puternice convingeri ideologice şi, deci, o mai fermă aliniere partizană. Spre deosebire de aceştia, membrii FOMC care nu au o orientare doctrinară bine definită şi care, de aceea, votează inclusiv pentru politica monetară a partidului care s-a opus numirii lor, provin, cel mai adesea, din industria privată.

---

[1] — Havrilesky T., Gildea J., *The Policy Preferences of FOMC Members as Revealed by Dissenting Votes*, Journal of Money, Credit and Banking, 23, 1991, p. 130-138.

[2] — Waller C., *The Politics of Monetary Policy: A Game Theory Model of Coercion and Bashing by the Administration*, Economic Inquiry, 24, 1991, 1-13.

[3] — Havrilesky T., Gildea J., *The Policy Preferences of FOMC Members as Revealed by Dissenting Votes*, ed. cit.

Se mai constată că prima categorie de membrii sunt numiți, de regulă, imediat după alegeri, pe când ceilalți sunt numiți în perioada dintre alegeri.

O remarcă interesantă cu privire la influența acestui factor este cea a lui E. Kane[1], care a observat că o mare parte din cei mai cunoscuți economiști americani specializați în domeniul monetar sunt sau au fost angajați ai *Fed*. Lucrările științifice ale acestora sunt folosite de *Fed* în mai multe moduri: impunerea politicii monetare pe care o preconizează instituția respectivă în fața oamenilor politici; crearea unui avantaj informațional, care, după cum am arătat, este esențial pentru provocarea unor „surprize monetare"; identificarea mijloacelor aflate la dispoziția băncii centrale pentru a controla sistemul; ș.a.m.d.

După cum am arătat, există și alte rațiuni politico-birocratice care explică atitudinea băncii centrale. De aceea, este cât se poate de plauzibilă amintita ipoteză că, în schimbul gradului său ridicat de independență legală, banca centrală acceptă să fie „țapul ispășitor" al politicienilor. Or, pentru ca această fugă de răspundere a politicienilor să fie posibilă, este necesar ca modul în care banca centrală reacționează la comenzile politice să fie puțin cunoscut.

5.2. Oferta birocratică de monedă

Teoria birocrației își are originile în lucrările lui M. Weber[2], care a analizat rolul acestei categorii sociale în procesul de raționalizare a acțiunii practice care a dus la apariția civilizației occidentale moderne — proces marcat îndeosebi de nașterea și dezvoltarea capitalismului. *Termenul „birocrație" desemnează o organizație caracterizată prin proceduri, împărțirea răspunderilor, o puternică ierarhizare și relații impersonale; se aplică la toate formele de organizare, mai ales la cele asociate cu puterea publică.*

După M. Weber, trăsăturile generale ale birocrației sunt următoarele:

1) delimitarea precisă între proprietatea privată și proprietatea organizației (de exemplu, a statului);

2) individul nu este proprietarul funcției sale (aceasta nu este transmisă ereditar);

---

[1] — Kane E., *Bureaucreatic Self-Interest as an Obstacle to Monetary Reform*, în: Mayer T., (ed.), *The Political Economy of American Monetary Policy*, ed. cit., p. 238-298.

[2] — Weber W., *Etica protestanta si spiritul capitalismului*, Humanitas, București, 2003.

3) birocraţia funcţionează conform unor reguli şi nu ia în considerare situaţiile particulare, nici chiar cele excepţionale;

4) posturile sunt riguros definite prin atribuţii şi sarcini (definirea posturilor este un instrument esenţial al funcţionării birocraţieiei);

5) definirea posturilor corespunde specializării funcţiilor şi competenţelor indivizilor care le ocupă; în principiu, fiecare sarcină este încredinţată unui individ calificat pentru a o îndeplini; calificarea este apreciată în funcţie de criterii impersonale de tip birocratic, cum ar fi, diplomele;

5) o organizaţie birocratică este structurată ierarhic: fiecare membru se află pe un post şi are şefi şi/sau subordonaţi;

6) o birocraţie foloseşte funcţionari, adică specialişti cu normă întreagă, care parcurg o carieră individuală legată de poziţia pe care o ocupă în ierarhia organizaţiei

O variantă modernă a acestei teorii este analiza economică a birocraţiei, iniţiată de K. Acheson şi J. Chant[1]. Obiectul acestei abordări este identificarea derapajelor inflaţioniste determinate de comportamentul birocratic al băncii centrale. Cu alte cuvinte, ceea ce se urmăreşte este a şti dacă un management birocratic al ofertei de monedă este preferabil unui control politic.

Cercetările efectuate până acum se se bazează pe două ipoteze:

a) birocraţia este „bine intenţionată", în sensul că urmăreşte maximizarea unei funcţii de bunăstare socială de tipul relaţiei (1);

b) birocraţia este „oportunistă", în sensul că indivizii care o compun sunt motivaţi de buna funcţionare a instituţiei căreia îi aparţin şi/sau de propria lor carieră.

a) Ipoteza că birocraţia este bine intenţionată înseamnă că banca centrală este preocupată exclusiv de menţinerea stabilităţii preţurilor.

Raţionamentul este un silogism[2]:

1) Între independenţa băncii centrale şi stabilitatea preţurilor există, teoretic, legătură;

---

[1] — Acheson K., Chant J., *Bureaucratic Theory and Choice of Central Bank Goals*, Journal of Money, Credit, and Banking, 5, 1973, p. 637-655.

[2] — Mester L., *Further Evidence Concerning Expence-Preference and the Fed*, Journal of Money, Credit and Banking, 26, 1994, p. 125-145.

2) Independența băncii centrale înseamnă primatul birocrației în raport cu clasa politică;

Deci, birocrația este bine intenționată.

În plus, unii autori (ca, de exemplu, C. Aubin şi J. Lafay[1]) consideră că birocrația este superioară clasei politice, deoarece conflictele care apar între oamenii politici şi banca centrală sunt determinate cel mai adesea de faptul că — din motive populiste — cei dintâi doresc să ducă o politică monetară relaxată, în timp ce — din motive raționale — banca centrală se opune acestui laxism.

b) Ipoteza că birocrația este „oportunistă", adoptată de autori, cum ar fi, M. Toma[2], W. Shughart şi R. Tollison[3] etc., reflectă o viziune mai pesimistă cu privire la comportamentul băncii centrale etc.

Funcția-obiectiv a băncii centrale devine în acest caz:

$$Z_t = \frac{a}{2}\pi^2 - (\Pi^* - \Pi) \qquad (37)$$

unde:

π — rata inflației;

Π - rata profitului băncii centrale;

a — parametru care exprimă preferințele personalului (conducerii) băncii centrale pentru stabilitatea prețurilor sau pentru profitabilitatea instituției respective; $a > 0$.

Conform ecuației (37), costul politicii monetare creşte, pe măsură ce creşte rata inflației şi scade, pe măsură ce creşte rata profitului.

În principiu, profitul băncii centrale este egal cu diferența dintre veniturile şi costurile sale de funcționare. Pentru simplificare, se presupune că veniturile provin exclusiv din senioraj şi că nivelul costurilor de funcționare este zero. De asemenea, se presupune că profitul suplimentar este utilizat în întregime pentru creşterea salariilor, sporurilor, premiilor şi altor avantaje acordate salariaților.

---

[1] — Aubin C., Jafay J., *L'Analyse Positive de la Politique Monetaire: Application au cas Francais (1974-1986)*, IRAPE, Universite de Poitiers, 1990.

[2] — Toma M., *Inflationary Bias of the Federal Reserve System: A Bureacratic Perspective*, ed. cit.

[3] — Shughart W., Tollison R., *Preliminary Evidence of the Use of Inputs by the Federal Reserve System*, American Economic Review, 73, 1983, p. 291-304.

În aceste condiţii, se poate scrie o relaţie de tip Lucas între rata profitului băncii centrale şi rata inflaţiei:

$$\Pi - \Pi^* = b(\pi - \pi^a) \tag{38}$$

Relaţia (38) arată că, dacă rata inflaţiei diferă mult de nivelul anticipat, profitul băncii centrale (seniorajul) creşte.

Utilizarea funcţiei (38) drept criteriu de optim duce la următoarele rezultate:

Tabelul nr. 5: Profitul băncii centrale şi deciziile de politică monetară

Tipul politicii monetare	π	$\Pi^* - \Pi$
Politică discreţionară	$\frac{b}{a}$	0
Regulă monetară	0	0
Nerespectarea angajamentelor	$\frac{b}{a}$	$\frac{b^2}{a}$

Rezultatele de mai sus arată clar că un comportament birocratic al băncii centrale determină o rată a inflaţiei pozitivă, în timp ce subordonarea acestui comportament unei reguli monetare duce la o rată a inflaţiei egală cu zero. Faptul că, în cazul politicii discreţionare, profitul este nul se explică prin aceea că agenţii economici sunt informaţi cu privire la intenţiile băncii centrale, adică:

$$\pi^a = \pi = \frac{b}{a} \tag{39}$$

Se observă că aceste rezultate sunt identice cu cele obţinute cu ajutorul modelului Barro-Gordon, ceea ce înseamnă că nu există motive să se creadă că o reglare birocratică a ofertei de monedă este de preferat unui control de natură politică.

Ipoteza birocraţiei „oportuniste" are sens numai dacă este completată cu supoziţia că profitul poate fi internalizat.

Conform teoriei birocrației, deosebirea esențială între o intreprindere privată şi o organizație birocratică este că, de regulă, profitul acesteia din urmă nu se repartizează acționarilor, respectiv contribuabililor, ci rămâne în interiorul structurii birocratice respective pentru a fi împărțit între funcționari. Caracteristic unei structuri birocratice este, aşadar, „internalizarea profitului".

Deoarece conducătorii şi angajații băncii centrale sunt birocrați în sensul weberian al termenului, urmărirea interesului lor personal poate determina schimbarea politicii monetare. Astfel, „umflarea" cheltuielilor generale (salarii, prime, sporuri, diurne, automobile şi sedii luxoase etc.) constituie modalități importante de internalizare a profitului, care presează însă în direcția creşterii seniorajului şi, deci, a ofertei de monedă. După cum notează W. Boyes, W. Mounts şi W. Sowell[1] cu referire la *Fed*, această importantă instituție pare mai preocupat de a-şi mări dimensiunile, nu profitul pe care îl varsă la bugetul de stat şi, deci, contribuabililor.

Concluzia care se desprinde din aceste analize este că, în spatele independenței legale, se pot ascunde o complicitate politică sau un schimb de privilegii politico-birocratice. De aceea, o direcție importantă de cercetare la ora actuală este decodificarea canalelor ascunse de comunicare între banca centrală şi lumea politică.

Independența băncii centrale nu este, aşadar, scutită de critici. Ca urmare, după cum am arătat, unii autori pun problema posibilității unui sistem de alimentare cu monedă a economiei fără bancă centrală (*Free Banking*).

6. Credibilitate şi încredere

Sistemele de formare a ofertei de monedă cunoscute — sistem bancar cu două nivele şi activitate bancară liberă (*Free Banking*) — se deosebesc în principal prin rolul pe care îl au în cadrul lor credibilitatea şi încrederea.

Credibilitatea şi încrederea se aseamănă în multe privințe, căci ambele sunt stări mentale produse de colectivități cu valori şi norme comune existente anterior, care, la rândul lor, nu sunt rezultatul unor decizii raționale, în sensul

[1] — Boyes W., Mounts W., Sowell C., *The Federal Reserve as a Bureaucracy: An Examination of Expence-Preference Behavior*, Journal of Money, Credit and Banking, 20, 1988, p.182.

economic al termenului, ci rodul tradiţiilor, al credinţelor, al educaţiei — într-un cuvânt, al culturii.

Cu toate acestea, între credibilitatea (reputaţia) băncii centrale şi încrederea în băncile comerciale există şi importante deosebiri.

1) Credibilitatea băncii centrale înseamnă practic credibilitatea anunţurilor pe care ea le face cu privire la politica monetară pe care o va duce în viitor. După cum am arătat, această preluare de către agenţii economici a mesajului respectiv depinde, în principal, de modul în care banca centrală şi-a respectat angajamentele în trecut.

O bancă centrală care şi-a pierdut credibilitatea are puţine posibilităţi de a împiedica formarea unor anticipaţii pesimiste cu privire la rata viitoare a inflaţiei, chiar dacă încetează să mai ducă o politică inflaţionistă.

În acest caz, economia se află într-o situaţie aproape fără ieşire, căci, deşi suportă costurile sociale mari, caracteristice modului raţional de formare a anticipaţiilor, tocmai din cauza faptului că participanţii la viaţa economică se comportă raţional şi că rata inflaţiei este deja ridicată, politica monetară nu mai are efecte pozitive în materie de şomaj. Este vorba despre cunoscuta situaţie de „stagflaţie", în care s-au aflat unele economii dezvoltate la începutul anilor '80.

În asemenea situaţii, singura cale prin care banca centrală îşi poate regăsi credibilitatea pierdută este o politică de deflaţie, dusă cu consecvenţă şi o lungă perioadă de timp. În mod concret, aceasta înseamnă că, în pofida expectaţiilor inflaţioniste ale agenţilor economici, banca centrală duce o politică de asigurare a stabilităţii preţurilor. Faptul că, procedând în modul acesta, banca centrală provoacă, eventual, o scădere temporară a producţiei şi, deci, o reducere a gradului de ocupare a mâinii de lucru, constituie costul social ce trebuie suportat pentru ca societatea să se convingă cu timpul că anunţata politică monetară de asigurare a stabilităţii preţurilor este nu numai necesară, ci şi cât se poate de serioasă. Într-un anumit sens, acceptând o vreme costurile sociale ridicate inerente dezinflaţiei, banca centrală „investeşte" în propria sa credibilitate, de care are neaparată nevoie pentru a putea duce în viitor o politică monetară eficientă. Iar cu cât banca centrală ajunge mai repede la un nivel satisfăcător de credibilitate, cu atât scade riscul ca societatea să suporte costurile sociale şi mai ridicate pe care le implică instituirea unui regim bazat pe o anumită regulă (de exemplu, *Currency Board*).

În consecință, restabilirea credibilității nu poate fi un proces foarte rapid, chiar dacă este precedat de o perioadă de mai mulți ani de politici monetare deflaționiste consecvente şi chiar dacă societatea a suportat, în toată această perioadă, costurile sociale mari pe care le implică politicile respective.

Durata procesului de restabilire a credibilității poate fi totuşi scurtată prin folosirea unor tehnici adecvate, susceptibile să convingă publicul de fermitatea hotărârii băncii centrale de a curma inflația.

Metoda cea mai radicală este reforma monetară, care este o operațiune de mare amploare, constând în modificarea sau înlocuirea legii monetare şi a altor acte normative privind elementele sistemului bănesc dintr-o țară[1]. Prin această operațiune, statul retrage din circulație întreaga cantitate de semne monetare existente, erodate de inflație, înlocuindu-le cu semne noi, susceptibile să tempereze anticipațiile inflaționiste.

Reformele monetare încununate de succes, efectuate în Germania în 1923 şi în1948, arată că, în principiu, o asemenea metodă este posibilă. Totuşi, numeroasele reforme monetare eşuate, efectuate recent în mai multe țări din America Latină, arată că această tehnică nu este suficientă pentru a elimina anticipațiile inflaționiste acute.

În acelaşi sens pot fi interpretate reformele monetare nereuşite realizate în 1947 şi în 1952 în România, care învederează că, în condițiile în care cauzele adânci ale inflației nu sunt eliminate, metoda respectivă nu dă rezulatate, nici măcar atunci când este aplicată cu mijloacele de constrângere de care dispune statul totalitar comunist.

O altă metodă este realizarea unei uniuni monetare cu o țară (grup de țări) a cărei bancă centrală se bucură de o mare credibilitate. Un exemplu în acest sens este înlocuirea peste noapte a fostei mărci est-germane cu mult mai prestigioasa marcă vest-germană. Problema care se pune totuşi şi în acest caz este că o țară cu o monedă stabilă şi, deci, cu o politică fiscală echilibrată, este, de obicei, reticentă în a realiza o uniune monetară cu o țară care s-a dovedit în trecut incapabilă să-şi țină sub control finanțele şi circulația monetară. Aşa se explică, de exemplu, de ce țările membre ale UEM acceptă primirea de noi membri numai în măsura în care țările candidate îndeplinesc anumite criterii de convergență.

---

[1] — Kiriţescu C., Dobrescu E., *Moneda-mică enciclopedie*, ed. cit., p. 233.

Metoda cea mai puţin spectaculoasă, dar cea mai eficientă, de care dispune o bancă centrală pentru a convinge publicul de bunele sale intenţii este transparenţa politicii monetare.

În principiu, o transparenţă mai mare permite agenţilor economici să sesizeze cu uşurinţă iniţierea unei politici de provocare a unei „inflaţii-surpriză", eliminând avantajele de care se bucură banca centrală ca urmare a asimetriei informaţionale şi, deci, reducând necesitatea ca agenţii economici să sancţioneze autorităţile prin intensificarea anticipaţiilor lor inflaţioniste. Transparenţa diminuează însă posibilitatea băncii centrale de a duce o „politică monetară activă".

Riscul unor practici netransparente depinde de influenţa pe care sfera politică o are asupra băncii centrale. Soluţia utilizată în economiile contemporane pentru limitarea acestei influenţe este independenţa băncii centrale; însă, definirea şi asigurarea independenţei nu sunt simple.

Rezultă că, de fapt, nu există o adevărată investiţie în credibilitate din partea băncii centrale, în sensul că reputaţia acesteia depinde în principal de comportamentul său, nu de cheltuielile propriu-zise pe care le face pentru dobândirea unui anumit capital de imagine. Este adevărat că, în cazul în care credibilitatea băncii centrale este redusă, politica monetară are un cost ridicat, însă acest cost este suportat de întreaga societate, nu de banca centrală, care este o structură birocratică la fel ca oricare alta.

Cu alte cuvinte, cei care suportă consecinţele comportamentului băncii centrale sunt membrii societăţii, iar aceasta, chiar şi atunci când nu se ajunge la cazul extrem al hiperinflaţiei. Fenomenul se explică prin faptul că, într-o societate modernă, indivizii nu au de ales decât între moneda oferită de banca centrală — care, oricât de slabă calitate ar avea ea, este moneda legală a statului respectiv — şi troc.

2) Încrederea de care au nevoie băncile comerciale într-un sistem fără bancă centrală (*Free Banking*) provine nu numai din modul în care acestea şi-au respectat angajamentele în trecut, ci şi din garanţiile pe care le oferă pentru viitor (valoarea activului net, informaţiile oferite, garanţiile financiare, natura juridică a contractelor care precizează obligaţiile băncii etc.). Constituirea acestor garanţii necesită resurse, ceea echivalează cu efectuarea unor veritabile investiţii de către băncile comerciale. Iar la fel ca în cazul oricărei intreprinderi, managementul necorespunzător diminuează rentabilitatea investiţiei respective.

Natura diferită a credibilității și încrederii și factorii diferiți de care depind aceste elemente constituie principalele deosebiri dintre un sistem bancar cu două nivele și un sistem bazat pe libertate bancară (*Free Banking*). Ca urmare, ele reprezintă principalele probleme dezbătute în prezent de partizanii celor două sisteme.

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

X. CEREREA DE MONEDĂ

O problemă fundamentală a economiei monetare este procesul de formare a cererii de monedă. Noțiunea de „cerere de monedă" este relativ recentă, fiind introdusă în știința economică abia către sfârșitul secolului XIX, însă, în anii '60–'70 ai secolului XX, a devenit o noțiune esențială a analizei monetare moderne. Explicația importanței sporite acordate acestei probleme rezidă în faptul că mecanismele esențiale prin care fenomenele monetare acționează asupra economiei se nasc din confruntarea ofertei de monedă din partea băncilor cu cererea de monedă emanată de la agenții economici nebancari. Or, cunoașterea acestor mecanisme de ajustare și reajustare permite înțelegerea modului în care funcționează „economiile monetare" contemporane, condiție esențială pentru elaborarea și aplicarea cu succes a unei politici monetare compatibile cu cerințele stabilității economice.

În acest context, se constată că o temă dominantă în literatura de specialitate este identificarea factorilor determinanți ai cererii de monedă și exprimarea formală a acțiunii factorilor respectivi cu ajutorul unor modele generale.

1. Fundamentele microeconomice ale cererii de monedă

Termenul de „cerere de monedă" desemnează tendința agenților economici de a deține o anumită cantitate de monedă. Definiția acestui concept este specifică și adesea contra-intuitivă, fiind derivată din noțiunea de „disponibilități

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

monetare" (*cash, encaise monetaire*), adică dintr-o noțiune care exprimă neutilizarea monedei, nu folosirea acesteia.

Forma actuală cea mai răspândită de exprimare a „cererii de monedă" este cea a unei funcții matematice, care redă în mod simbolic acțiunea factorilor determinanți respectivi. Această funcție se deduce, prin diverse interpretări moderne, din așa-numita „ecuație a schimbului", care, la sfârșitul secolului IX și începutul secolului XX, a constituit expresia formalizată a principalelor doctrine monetare existente în acea epocă.

1.1. Noțiunea de „disponibilități monetare"

Cererea de monedă este cantitatea de monedă pe care agenții economici doresc să o dețină. Primul economist care a intuit existența acestei importante forțe economice a fos L. Walras[1], care a folosit noțiunea de „disponibilități dorite" (*encaise desiree*).

Acest autor propune următoarea formulă a cererii de monedă:

$$H = Q_n P_n \qquad (1)$$

unde:

H — disponibilități monetare dorite (cantitatea de numerar dorită, cererea de monedă = cererea de numerar);

Q_n — cantitatea nominală de monedă (numerar) existentă (oferta nominală de monedă);

P_n — prețul monedei (numerarului) (inversul nivelului general al prețurilor).

În concepția autorului menționat, relația (1) permite înțelegerea acțiunii unuia dintre factorii importanți care determină nivelul general al prețurilor: variația stocurilor de monedă pe care agenții economici doresc să le dețină, H.

De fapt, este vorba despre o formă de exprimare a egalității între cererea de monedă, H, pe de o parte, și valoarea reală a ofertei de monedă, $Q_n P_n$ (valoarea nominală a ofertei de monedă, rectificată cu inversul nivelului general ai prețurilor — „deflatorul"), pe de altă parte. Principala utilitate a acestei relații

[1] — Walras L., *Elements d'economie politique pure*, ed.cit.

este exprimarea — pentru prima dată în gândirea economică — a ideii de „cerere de monedă" (mai precis, „cerere de numerar").

Într-adevăr, soldul de casă al unui agent economic este cantitatea de monedă (numerar) pe care acesta o deține, indiferent de motivele acestei deținerii. „Cererea de monedă" este, deci, un „fenomen de deținere a monedei". Cu alte cuvinte, este vorba despre „moneda deținută", nu despre „moneda utilizată".

Astfel, dacă un agent economic utilizează moneda pe care o are, el oferă, de fapt, pe piață, moneda respectivă, cerând în schimb mărfuri, servicii sau titluri; dacă agentul respectiv utilizează întreaga sa cantitate de monedă, cererea lui de monedă devine nulă; dacă, însă, nu cheltuieşte moneda pe care o are, ci o păstrează asupra sa (de exemplu, ca numerar în casă), agentul economic în cauză generează o cerere de monedă (cerere de numerar).

Rezultă că, spre deosebire de ceea ce sugerează limbajul curent, un agent economic, care ridică numerar de la casieria băncii sale în scopul efectuării anumitor cumpărături, nu este purtătorul unei cereri de monedă: el doar transformă moneda sa scripturală în monedă efectivă (numerar), pe care o utilizează apoi în această formă adecvată tranzacțiilor cu mărfuri pe care intenționează să le facă. Şi chiar dacă moneda nu este a sa proprie, ci este împrumutată de la bancă, împrumutul respectiv urmat imediat de o cheltuială nu apare ca un act pur de cerere de monedă; căci, în acest din urmă caz, cererea de monedă este urmată imediat de o ofertă de monedă.

După cum arată exemplul de mai sus, moneda poate fi deținută pentru a fi cheltuită mai târziu, ceea ce îi conferă funcția de „mijloc de rezervă", în sens moale; moneda poate fi însă deținută şi ca „mijloc de rezervă", în sens tare, ceea ce face ca cererea de monedă să fie expresia macroeconomică a funcției monedei de „rezervă de valoare".

Cererea de monedă poate fi definită ca cerere de numerar, ca cerere de monedă în sens restrâns — M_1, ca cerere de monedă în sens larg — M_2 ş.a.m.d. De asemenea, cererea de monedă poate fi exprimată în termeni nominali sau reali, după cum se presupune că agenții economici sunt supuşi sau nu fenomenului numit „iluzie monetară". În general, ipoteza comportamentului rațional al agenților economici implică ideea absenței „iluziei monetare" şi, deci, conduce la exprimarea cererii de monedă ca cerere de monedă reală (cerere nominală deflatată cu nivelul general al prețurilor).

Astfel, notând cu M cantitatea de monedă şi cu P nivelul general al preţurilor, valoarea reală a monedei este dată de raportul M/P (echivalent cu produsul Q_nP_n din relaţia walrasiană (1)). Adoptarea ipotezei absenţei „iluziei monetare" implică, aşadar, tratarea „disponibilităţilor monetare" ca „disponibilităţi monetare reale". Adăugăm însă că această operaţiune de „deflatare" nu exclude prezenţa variabilei „preţuri" în rândul factorilor care determină comportamentul deţinătorilor de monedă.

Cererea de monedă poate fi evaluată la un moment dat (analiză statică), însă, cel mai adesea se are în vedere un interval de timp (analiză dinamică).

În cazul analizei dinamice, în care referenţialul este, aşadar, un interval de timp, cererea de monedă poate avea trei accepţiuni diferite:

a) disponibilităţi existente la începutul perioadei;

b) disponibilităţi existente la sfârşitul perioadei;

c) disponibilităţi medii ale perioadei; în acest din urmă caz, cererea de monedă este o cerere de disponibilităţi monetare medii.

Astfel, un agent economic care dispune la începutul perioadei de o anumită cantitate de monedă, pe care o utilizează pentru a-şi efectua plăţile, va manifesta o anumită cerere de monedă în perioada considerată, chiar dacă îşi epuizează stocul iniţial; cererea sa de monedă va fi dată de nivelul mediu al disponibilităţilor sale monetare în perioada respectivă (figura nr. 1).

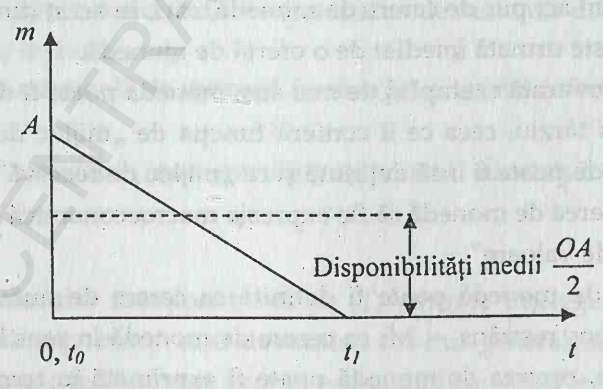


Figura nr. 1: Disponibilităţile medii (1)

În figura de mai sus, OA reprezintă cantitatea de monedă deţinută în momentul iniţial, t_0. În cursul perioadei (t_0-t_1), agentul economic îşi epuizează această zestre monetară prin cheltuielile pe care le efectuează; aceste cheltuieli

sunt presupuse a fi relizate în mod regulat şi continuu, astfel încât, la sfârşitul perioadei, agentul economic respectiv nu mai are monedă. Cu alte cuvinte, în cursul perioadei de referinţă, disponibilităţile agentului economic scad de la nivelul *OA* la nivelul zero. Însă, pentru ansamblul perioadei, disponibilităţile sale monetare medii, adică cererea sa de monedă, sunt egale cu $\frac{OA}{2}$. Dacă, la sfârşitul perioadei, zestrea sa monetară se reînoieşte (de exemplu, prin încasarea salariului), iar agentul continuă în următoarea perioadă să efectueze cheltuieli în acelşi mod, raţionamentul anterior poate fi reportat de la o perioadă la a alta (figura nr. 2).

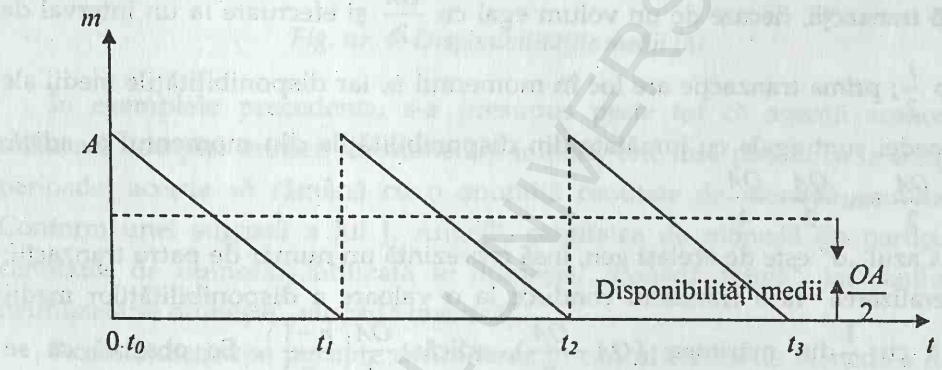


Figura nr. 2: Disponibilităţile medii (2)

Un raţionament similar se poate face pentru un agent economic care, în loc să cheltuiască o anumită zestre monetară iniţială, încasează, în perioada de referinţă, (t_0 – t_1), sume băneşti în mod regulat şi continuu, aşa cum face, de exemplu, o intreprindere care îşi vinde produsele (figura nr. 3).

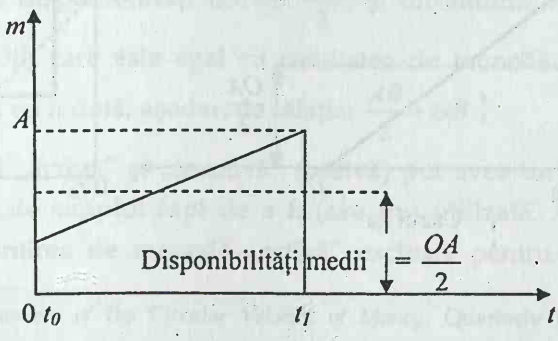
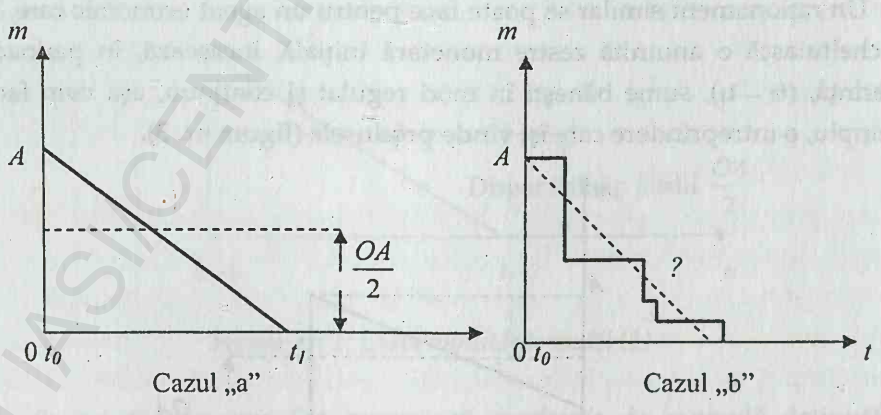


Fig. nr. 3: Disponibilităţile medii (3)

În exemplele de mai sus, disponibilitățile medii ale perioadei de referință sunt uşor de determinat, deoarece eşalonarea în timp a plăților (încasărilor) este regulată şi continuă. În realitate, lucrurile sunt adesea mai complexe, ceea ce face ca determinarea disponibilităților medii să nu fie tocmai uşoară (figura nr. 4, cazul „b").

Astfel, în cazul „a", care este cel mai simplu, tranzacțiile sunt în număr finit şi efectuate în mod regulat. În cazul „b", care este cel mai complex, operațiunile sunt în număr finit, dar neregulate. Cazurile „c" şi „d" ilustrează situații intermediare, în care tranzacțiile sunt în număr finit, însă regulate (acelaşi volum de tranzacții se efectuează la intervale de timp egale). În cazul „c", există două tranzacții, fiecare de un volum egal cu $\frac{OA}{2}$ şi efectuate la un interval de timp $\frac{t}{2}$; prima tranzacție are loc în momentul t_0, iar disponibilitățile medii ale perioadei sunt egale cu jumătate din disponibilitățile din momentul t_0, adică: $OA-\frac{OA}{2}$ sau $\frac{OA}{2}-\frac{OA}{4}$.

Cazul „d" este de acelaşi gen, însă reprezintă un număr de patru tranzacții; generalizarea la n tranzacții conduce la o valoare a disponibilităților medii egală cu $\frac{1}{2}$ din mărimea: $(OA-\frac{OA}{n})$, adică: $\frac{OA}{2}\left(\frac{n-1}{n}\right)$. Se observă că se regăseşte rezultatul din cazul „a" pentru $n \to \infty$



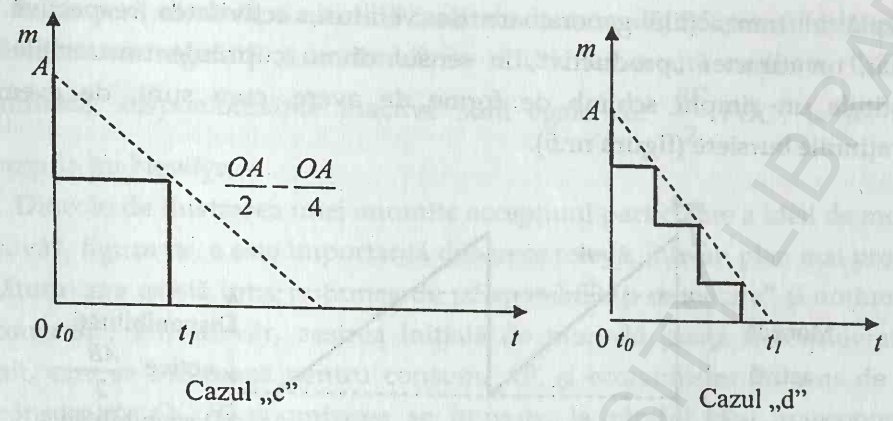


Fig. nr. 4: Disponibilităţile medii (4)

În exemplele precedente, s-a presupus peste tot că agenţii economici utilizează complet zestrea lor monetară iniţială; este însă posibil ca la sfârşitul perioadei aceştia să rămână cu o anumită cantitate de monedă neutilizată. Conform unei sugestii a lui J. Angell[1], cantitatea de monedă (în particular, cantitatea de numerar) utilizată se numeşte „monedă activă", iar cantitatea neutilizată se numeşte „monedă inactivă".

Această distincţie permite delimitarea în cadrul cererii de monedă a două componente:

a) disponibilităţi active (compuse din monedă activă);

b) disponibilităţi inactive (compuse din monedă inactivă).

Zestrea monetară iniţială, reprezentată în figurile de mai sus prin segmentul de dreaptă *OA*, conţine o anumită cantitate de monedă activă (utlizată), *AB*, şi o cantitate inactivă, *OB*. Cererea de monedă cuprinde, deci, un anumit volum mediu de disponibilităţi active, $\frac{AB}{2}$, şi un anumit volum de disponibilităţi inactive, *OB*, care este egal cu cantitatea de monedă inactivă. Cererea totală de monedă va fi dată, aşadar, de relaţia: $\frac{AB}{2} + OB$.

Termenii de monedă „activă" şi „inactivă" (pasivă) pot avea un conţinut mai precis decât cel dat de simplul fapt de a fi (sau nu) utilizată. Astfel, T. Newlyn[2] a propus denumirea de monedă „activă" exclusiv pentru moneda

[1] — Angell J., *The Comportaments of the Circular Velocity of Money*, Quarterly Journal of Economics, 1937.

[2] — Newlyn T., *Theory of Money*, Clarendon Press, Oxford, 1962, p. 38.

utilizată în tranzacțiile generatoare de venituri; activitatea respectivă are, aşadar, un caracter „productiv", în sensul că nu cuprinde tranzacțiile care constituie un simplu schimb de forme de avere, cum sunt, de exemplu, operațiunile bursiere (figura nr.5).

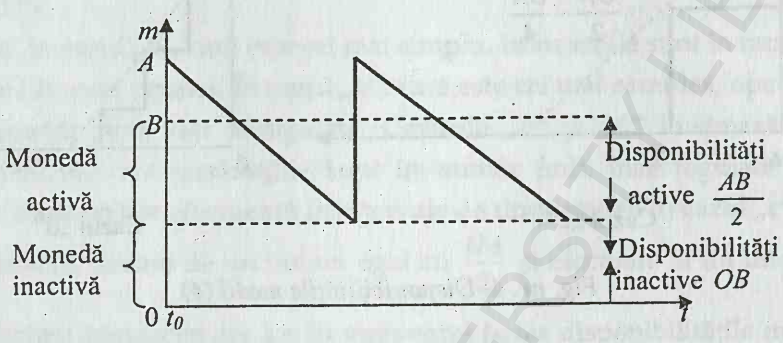


Fig. nr. 5: Disponibilități active şi pasive

În concepția lui J. Keynes[1], moneda „activă" este doar moneda care asigură „circulația industrială", în timp ce moneda care asigură „circulația financiară" este monedă „inactivă". În această din urmă concepție, disponibilitățile monetare „inactive" pot cuprinde o componentă de genul „disponibilităților medii" alături de o componentă reprezentată de moneda neutilizată (figura nr. 6).

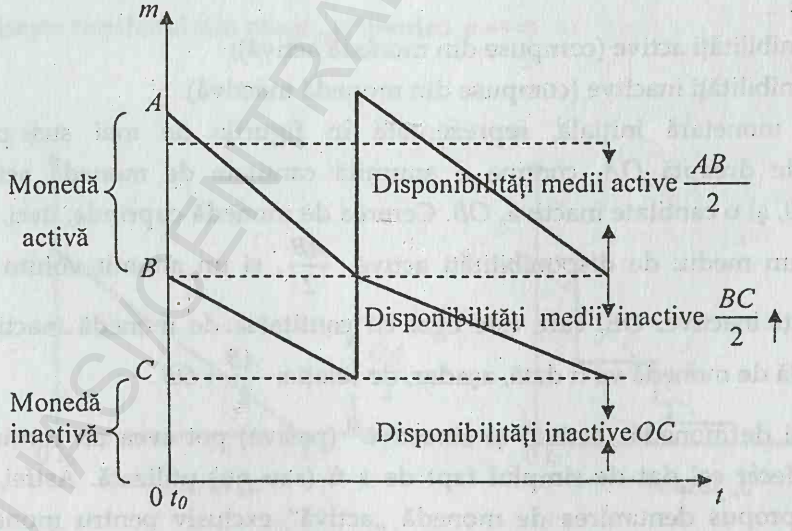


Fig. nr. 6: Disponibilități active şi pasive

[1] — Keynes J., *A Treatise on Money*, ed.cit.

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Se observă că, dacă, o anumită cantitate de monedă, *BC*, este folosită pentru achiziționarea regulată și continuă de titluri, iar o altă cantitate, *OC*, este neutilizată, disponibilitățile inactive sunt egale cu: $\frac{BC}{2}+OC$, la fel ca în concepția lui Newlyn.

Dincolo de ilustrarea unei anumite accepțiuni particulare a ideii de monedă „activă", figura nr. 6 este importantă deoarece relevă, într-un plan mai profund, legătura care există între noțiunea de „disponibilități monetare" și noțiunea de „economii". Într-adevăr, zestrea inițială de monedă poate fi considerată un venit, care se utilizează pentru consum, *AB*, și economisire (în sens de venit neconsumat), *OC*. Economisirea se împarte, la rândul său, în economisire realizată prin deținere de monedă, *OC*, și economisirea plasată în titluri, *BC*.

Rezultă că doar economiile deținute în formă monetară constituie disponibilități monetare, însă nu toate disponibilitățile sunt economii; aceasta, din cauză că disponibilitățile medii active nu au legătură cu procesul de economisire, ci cu procesul de schimb.

1.2 Ecuația schimbului și viteza de circulație a monedei

Ideea că cererea de monedă este o funcție de mai multe variabile își are originile în noțiunea modernă de „echilibru monetar".

Potrivit dicționarelor, echilibrul monetar *„constă în existența — sau crearea prin măsuri de reglementare — a unui raport optim între masa banilor în circulație și sumele de bani reclamate de efectuarea normală a tuturor operațiunilor economice care se derulează prin intermediul banilor"*[1].

Schematic, procesul de realizare (sau nerealizare) a echilibrului monetar este reprezentat în figura nr. 7.

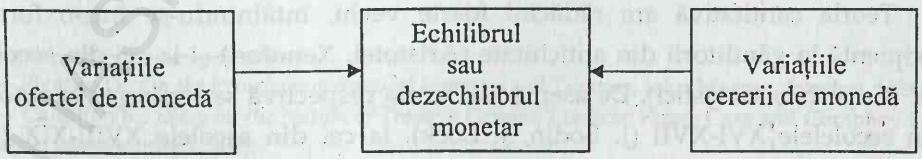


Figura nr. 7: Procesul de realizare a echilibrului monetar

[1] — Kiriţescu C., Dobrescu E., *Moneda-mică enciclopedie*, ed.cit., p. 130.

Una din formele cele mai vechi şi mai cunoscute de exprimare a ideii concordanței între masa monetară pusă în circulație, pe de o parte, şi necesarul de monedă al economiei, pe de altă parte, este „ecuația schimbului" a lui I. Fisher[1]. În acest model, variabila avută în vedere în mod explicit este „viteza de circulație a monedei", însă variabila respectivă este, de fapt, inversul „cererii de monedă".

Ulterior, într-o nouă variantă, elaborată de „şcoala de la Cambridge", mai ales prin contribuțiile lui A. Marshall[2] şi A. C. Pigou[3], raționamentele bazate pe noțiunea de „viteză de circulație" au fost înlocuite printr-o analiză fondată pe noțiunea de „cerere de monedă".

„Ecuația schimbului" construită de I. Fisher porneşte de la identitatea:

$$M \cdot V \equiv P \cdot T \tag{2}$$

unde:

M — cantitatea nominală de monedă;

V- viteza de circulație a monedei, adică numărul de ori în care o unitate monetară este utilizată în medie în intervalul de timp luat ca referință;

P — nivelul general al prețurilor;

T — volumul tranzacțiilor.

Identitatea (2) este transformată apoi în următoarea legătură cauzală:

$$P = \frac{M \cdot V}{T} \tag{3}$$

Ecuația (3) constituie expresia formală a ideii că nivelul general al prețurilor depinde de cantitatea de monedă existentă în circulație. Această aserțiune reprezintă teza esențială a ceea ce se numeşte „teoria cantitativă a monedei şi a prețurilor".

Teoria cantitativă are rădăcini foarte vechi, întâlnindu-se într-o formă incipientă la gânditorii din antichitate (Aristotel, Xenofon) şi la cei din secolul XV (Copernic, scolastici). De asemenea, teoria respectivă se regăseşte la autorii din secolelele XVI-XVII (J. Bodin, J. Lock), la cei din secolele XVIII-XIX (D.

[1] — Fisher I., *The Purchasing Power of Money*, ed. cit.

[2] — Marshall A., *Money, Credit and Commerce*, MacMillan, Londres, 1924.

[3] — Pigou A. C., *The Classical Stationary State*, ed. cit.

Hume, R. Cantillon, A. Smith), precum şi la economiştii clasici din în secolul XIX (D. Ricardo, J. Stuart Mill).

De exemplu, D. Ricardo[1] a elaborat o analiză, a cărei esență poate fi exprimată prin următoarea relație:

$$M = PT \tag{4}$$

unde:

T — volumul tranzacțiilor, presupus a fi dependent de factorii „reali" ai economiei;

M — cantitatea de monedă, considerată a fi formată exclusiv din numerar (bancnote şi monezi) şi presupusă independentă de T;

P — nivelul general al prețurilor.

Din relația (4), rezultă:

$$P = \frac{M}{T} \tag{5}$$

Relația (5) arată că variațiile nivelului general al prețurilor se explică prin variațiile cantității de monedă.

Marele economist D. Ricardo a neglijat însă o importantă contribuție anterioară a lui R. Cantillon[2], care a introdus în ştiința economică noțiunea de „viteză de circulație a monedei", pe care a definit-o ca fiind *„numărul de plăți efectuate de monedă sau de credit într-un timp dat"*[3]. Această omisiune va fi eliminată însă după câțiva ani de J. Stuart Mill[4], care va integra noțiunea de „rapiditate a circulației monedei" în raționamentele cantitativiste ale ştiinței economice clasice.

Ecuația (2) este, de fapt, o identitate, adică o relație care nu reflectă o legătură cauzală, ci este valabilă prin definiție. Astfel, dacă se are în vedere

---

[1] — Ricardo D., *On the Principles of Political Economy and Taxation*, John Murray, London, 1821.

[2] — Cantillon R., *Essay on the Nature of Trade in General*, London: Frank Cass and Company Ltd., 1959 (prima ediție: 1730?).

[3] — Holtrop M.W., *Theories of the Velocity of Circulation of Money in Earlier Economic Literature*, Economic Journal Supplement: Economic History, 33, 4, 1929, p. 503.

[4] — Stuart Mill J., *Principles of Political Economy with some of their Applications to Social Philosophy*, ed. by W. Ashley, Longmans, Green and Co., London, 1909 (prima ediție: 1848).

definiția „vitezei de circulație a monedei" ca fiind „raportul dintre valoarea tranzacțiilor şi cantitatea de monedă", adică:

$$V = \frac{PT}{M} \tag{6}$$

relația (2) rezultă imediat din relația de definiție (6). În modul acesta, „ecuația schimbului" apare ca o identitate *ex post*, care se verifică întotdeauna, constituind, deci, o veritabilă tautologie.

Cu toate acestea, în concepția lui I. Fisher, care, din punct de vedere doctrinar, se încadrează în lunga tradiție a teoriei cantitative clasice, între cantitatea de monedă, M, pe de o parte, şi nivelul general al prețurilor, P, pe de altă parte, există nu o identitate, ci o legătură cauzală, exprimată prin ecuația (3). Această interpretare are avantajul că permite o analiză aprofundată a factorilor determinanți ai lui V şi tratarea acestei mărimi ca o variabilă comportamentală a agenților economici.

După Fisher, principalii factori care determină viteza de circulație a monedei sunt următorii:

a) obiceiurile individuale în ceea ce priveşte economisirea, tezaurizarea, utilizarea cecurilor etc.;

b) anumite elemente instituționale, cum ar fi, natura sistemelor de plăți, care sunt mai mult sau mai puțin eficace în ceea ce priveşte sincronizarea încasărilor şi plăților;

c) unele cauze generale, ca, de exemplu, densitatea populației sau rapiditatea transporturilor.

1.3. Ecuația de la Cambridge

În anii '20 ai secolului XX, „ecuația schimbului" a lui Fisher a fost supusă unei importante modificări în ceea ce priveşte modul de scriere şi interpretare, ceea ce a transformat modelul respectiv într-o veritabilă „funcție a cererii de monedă". Această nouă grilă de lectură, realizată în principal în laboratoarele şi seminariile Universității din Cambridge, constituie o adaptare a teoriei cantitative clasice la condițiile complexe apărute după primul război mondial ca

urmare a dezvoltării economice a principalelelor țări ale lumii. Prin contribuțiile respective — dintre care se detaşează cele ale lui A. C. Pigou şi A. Marshall —, ştiința economică a trecut de la un model al cererii de monedă construit în termeni de „tranzacții" la unul exprimat în termeni de „venit", ceea ce, din punct de vedere teoretic, echivalează cu trecerea de la o interpretare elaborată în termeni de „viteză de circulație" la una formulată în termeni de „funcție a cererii de monedă".

Astfel, într-un important articol apărut în anul 1917, A. C. Pigou[1] a propus înlocuirea variabilei „volumul tranzacțiilor" cu variabila „volumul resurselor" agenților economici. Noțiunea de „volumul resurselor" este însă destul de vagă, iar ca urmare, ulterior, sub influența lucrărilor lui A. Marshall[2], noțiunea respectivă va fi înlocuită cu noțiunea de „venit".

Într-adevăr, după cum a arătat J. Angell[3], „ecuația schimbului" a lui I. Fisher poate fi transformată într-o ecuație bazată pe factorul „venit real" prin înlocuirea variabilei „volumul tranzacțiilor", *PT*, cu variabila „volumul venitului național", creat prin derularea acestor tranzacții, *Y*, şi, respectiv, înlocuirea variabilei „viteza de circulație a monedei", *V*, cu inversul său, *k*:

$$k = \frac{1}{V} \tag{7}$$

Înseamnă că principala deosebire între „ecuația schimbului" a lui I. Fisher şi „ecuația de la Cambridge" este că, în aceasta din urmă, în locul variabilei „volumul tranzacțiilor", *PT*, apare „venitul național real" (venitul global real), creat prin tranzacțiile respective, *Y*.

Din punct de vedere formal, deosebirea nu este însă esențială, căci, „venitul național" este, din punct de vedere statistic, identic cu „volumul tranzacțiilor finale" (tranzacțiile efectuate cu bunurile finale, excluzând, deci, tranzacțiile realizate în fazele intermediare ale circulației mărfurilor). În plus, variabila „venit național (global) real" evoluează, în practică, cvasiparalel cu variabila „volumul total al tranzacțiilor". De fapt, este vorba despre deosebirea

[1] — Pigou A. C., *The Value of Money*, Quarterly Journal of Economics, 32, 1917, republicat în: *Readings in Monetary Theory*, G. Allen&Unwin Ltd., Londres, 1952, p. 162 şi urm.
[2] — Marshall A., *Money, Credit and Commerce*, MacMillan, Londrea, 1924.
[3] — Angell J., *The Comportaments of the Circular Velocity of Money*, ed. cit.

dintre o mărime brută (volumul tranzacțiilor, *PT*) şi o mărime netă (venitul național, *Y*).

În ceea ce priveşte variabila „viteza de circulație a monedei", în sensul său tradițional, de *„număr de tranzacții efectuate de monedă într-o perioadă de timp dată"*, aceasta devine „viteză-venit", adică o variabilă care se defineşte ca *„număr de ori în care moneda este transformată în venit în perioada de referință"*.

Transformările prin care „ecuația de la Cambridge" se obține din „ecuația schimbului" a lui I. Fisher sunt, deci, următoarele:

$$MV = PY \tag{8}$$

$$M = k \cdot PY \tag{9}$$

$$\frac{M}{P} = k \cdot Y \tag{10}$$

Cu toate aceste echivalențe formale, ecuația (10) a fost preferată de reprezentanții şcolii de la Cambridge, deoarece permite o analiză în termeni reali, nu nominali.

În ceea ce priveşte coeficientul *k*, denumit de A. Marshall „coeficientul utilizării monetare", acesta este definit de C. A. Pigou astfel: *„acea parte a resurselor (veniturilor) lor pe care agenții economici o păstrează în formă monetară, din motive de convenabilitate tranzacțională sau de precauțiune"*.

Trecerea de la variabila *V* fisheriană la coeficientul *k* marshallian a făcut ulterior obiectul a numeroase discuții. Astfel, s-a arătat că amintitul „coeficient al utilizării monetare" poate fi asimilat cu inversul vitezei de transformare a monedei în venit, ($k = \frac{1}{V}$), cu condiția specificării faptului că atât „ecuația schimbului", scrisă în termeni de venituri, cât şi „ecuația de la Cambridge" se situează la acelaşi nivel de analiză (macroeconomic). Iar aceasta, fie ca ecuații *ex post*, care se verifică întotdeauna, fie ca ecuații *ex ante*, în care *V* şi *k* sunt variabile comportamentale care au aceiaşi factori determinanți.

Acestea fiind spuse, trebuie totuşi arătat că asimilarea celor două modele rămâne o operațiune formală, deoarece, în fond, este vorba nu numai despre o simplă înlocuire a simbolurilor, ci şi de o schimbare de viziune. Astfel, în timp ce „ecuația schimbului" are în vedere utilizarea monedei, „ecuația de la Cambridge" exprimă deținerea acesteia. Mai precis, deoarece presupune că valoarea reală a ofertei de monedă, *M/P*, şi cererea de disponibilități monetare,

kY, sunt în echilibru, analiza lui A. Marshall — care s-a impus în cele din urmă — consideră „ecuația de la Cambridge" ca o ecuație *ex ante*.

Această lectură modernă a ecuației fundamentale a teoriei cantitative — ca o ecuație de echilibru a pieței acestui bun special care este moneda — a făcut ca referirile tradiționale la variabila „viteză de circulație" să pară demodate, focalizând în schimb atenția asupra celor două forțe fundamentale ale pieței respective: oferta și cererea de monedă.

De aici nu rezultă însă că noțiunea de „viteză de circulație" este inutilă și că autorii contemporani nu o folosesc. Și, de fapt, contribuțiile esențiale ale unor eminenți economiști contemporani, ca, de exemplu, M. Friedman, constă tocmai în studiul proprietăților acestei variabile.

Importanța acordată în prezent „vitezei de circulație" și factorilor săi determinanți se explică prin faptul că, dacă aceasta este considerată o variabilă comportamentală a agenților economici, analiza în termeni de „viteză de circulație" și cea în termeni de „cerere de monedă" sunt echivalente.

Interpretarea marshalliană a ecuației fundamentale a teoriei cantitative, ca ecuație care exprimă condiția de echilibru a pieței monetare, conduce la o primă variantă a funcției cererii de monedă.

Într-adevăr, partea dreaptă a „ecuației de la Cambridge", care exprimă oferta de monedă în valoare reală, M/P, nu reține în mod deosebit atenția lui Marshall, deoarece el consideră că mărimea respectivă este *exogenă*, adică independentă de factorii economici. Spre deosebire de aceasta, partea dreaptă, $k \cdot Y$, este, din punct de vedere matematic, o funcție; mai precis, o funcție a cererii de monedă:

$$\frac{M}{P} = k \cdot Y \tag{11}$$

$$\downarrow \quad \downarrow$$

$$M_0 = M_c \tag{12}$$

$$M_c = k \cdot Y \tag{13}$$

Ecuația (13) exprimă teza esențială a „școlii de la Cambridge", ai cărei principali reprezentanți sunt: A. Marshall, C. A. Pigou și J. Keynes (în *„Tract on Monetary Reform"*-1923 și *„Treatise on Money"*-1930). Conform acestei ecuații, cererea de monedă reală este o funcție crescătoare de venit. Această cerere se

explică prin rolul monedei de mijloc de schimb, având în vedere că stocurile de monedă sunt necesare agenților economici pentru realizarea tranzacțiilor.

În ceea ce privește coeficientul k, acesta este presupus a fi dat de obiceiurile de plată și de structura sistemului bancar.

Adoptarea acestui model al cererii de monedă — care este, de altfel, destul de simplu — surprinde totuși la un fondator al școlii neoclasice, cum este considerat A. Marshall, care, la fel ca ceilalți economiști contemporani cu el, era preocupat de explicarea evoluției cererii față de diverse bunuri prin rațiunea cu care sunt înzestrați agenții economici și prin rolul de semnal pe care îl joacă prețurile.

Într-adevăr, în epocă, cele două variabile explicative, *k* și *Y*, constituie elemente nou introduse în analiza neoclasică a cererii. Astfel, *k* este un parametru comportamental — presupus a fi dat de „obiceiuri" și de structurile instituționale — foarte asemănător, de altfel, cu noțiunea de „propensiune" (spre consum, spre investiții, spre economisire etc.), cu care va opera mai târziu Keynes în *„Teoria generală..."*.

În ceea ce privește venitul, *Y*, includerea sa într-o funcție de cerere încă înainte de apariția funcției de consum keynesiene și a funcțiilor de investiții de tipul „multiplicatorului" și „acceleratorului", arată că, în acea perioadă, știința economică sesizase deja, la modul general, că variabilele cantitative pot domina variabilele de tip „preț" în calitate de factori determinanți ai comportamentului agenților economici,.

Deși paradoxală din punct de vedere teoretic pentru un autor neoclasic ca A. Marshall, expresia cererii de monedă reprezentată de relația (14) se explică prin originea empirică și caracterul macroeconomic al ecuației cantitative din care este dedusă.

Modelul respectiv va influența opțiunile metodologice efectuate de Keynes în procesul elaborării *„Teoriei generale..."* și aplicate mai ales în ceea ce privește studiul consumului. Însă, absența din interpretarea ecuației (14) a oricărei referiri la raționalitatea comportamentului agenților economici va determina și o altă dezvoltare ulterioară a cercetărilor cu privire la funcția cererii de monedă: încercarea de a explica în termeni de raționalitate economică factorii care determină mărimea și evoluția coeficientului marshallian *k*.

2. Concepția patrimonială a cererii de monedă

O primă direcție de dezvoltare a analizei marshalliane a cererii de monedă se caracterizează prin adoptarea a ceea ce se numește „teoria deciziilor raționale" și luarea în considerare a funcției monedei de mijloc de rezervă — în sens tare.

Bazată pe concepția patrimonială asupra naturii monedei, această direcție a fost deschisă de J. Keynes (1936) și continuată și amplificată apoi de M. Friedman (1956). Din punct de vedere al variabilelor explicative ale cererii de monedă, contribuția lui Keynes constă în introducerea, alături de venit, a ratei dobânzii. În ceea ce îl privește pe Friedman, el adaugă la aceste două elemente variabilele care descriu patrimoniul (averea) agenților economici.

2.1. Analiza keynesiană a cererii de monedă

Analiza monetară ocupă un loc important în toate lucrările lui Keynes, însă gândirea acestuia a evoluat sensibil în cursul timpului.

Într-o primă etapă, în care Keynes a împărtășit ideile profesorilor săi de la Universitatea din Cambridge, gândirea sa monetară se înscrie în concepția acestei școli; această etapă este reprezentată de principalele sale lucrări consacrate problemelor monetare: *„Tract on Monetary Reform"* și *„Treatise on Money"*.

În a doua etapă, reprezentată de *„Teoria generală..."* (1936), gândirea monetară keynesiană se concretizează într-o concepție originală despre natura monedei, bazată pe noțiunea de „preferință pentru lichiditate".

În fine, în ceea de-a treia etapă, ilustrată de un articol publicat în anul 1937 ca răspuns la criticile formulate de B. Ohlin, D. H. Robertson și F. Hayek, analiza monetară keynesiană este completată prin reconsiderarea importanței pe care o are funcția monedei de mijloc de schimb[1]. Această ultimă etapă, mai puțin remarcată în lucrările apărute la noi, constituie punctul de pornire pentru analizele efectuate de autorii neokeynesieni contemporani (P. Davidson, R. Clower, J. Stiglitz etc.).

---

[1] — Keynes J., *The General Theory: Fundamental Concepts and Ideas*, Quarterly Journal of Economics, febr., 1937, reprod. în: Clower R. W., (ed.), *Monetary Theory*, Penguin, 1969.

Conceptul de „preferință pentru lichiditate" este expus de Keynes îndeosebi în capitolele 13 şi 15 ale cunoscutei sale lucrări: *„Teoria generală..."*. În vocabularul kenesian, acest concept desemnează, de fapt, „cererea de monedă", însă este considerat de marele economist mai adecvat decât aceasta din urmă, deoarece permite luarea în considerare a rolului jucat de rata dobânzii. De aceea, schimbarea de termeni nu este întâmplătoare, ci are o semnificație precisă: inovația terminologică reflectă faptul că, la Keynes, moneda este „activul lichid prin excelență", iar cererea de disponibilități băneşti se înscrie în cadrul administrării portofoliului de active monetare şi financiare, născându-se din preferința agenților economici pentru activele cu grad înalt de lichiditate.

Aceast arbitraj între monedă şi titluri, pe care îl fac tot timpul agenții economici, este elementul care permite explicarea faptului că punctul de pornire al analizei keynesiane este o constatare empirică: există o relație inversă între disponibilitățile băneşti dorite de agenții economici şi rata dobânzii. Contribuția majoră a acestei analize este elucidarea motivelor psihologice ale „preferinței pentru lichiditate".

2.1.1. Motivele preferinței pentru lichiditate

Analiza keynesiană evidențiază trei motive pentru care agenții economici doresc să dețină monedă:

1) motivul tranzacțiilor;

2) motivul precauției;

3) motivul speculației.

1) Motivul tranzacțiilor corespunde necesarului de monedă pentru realizarea curentă a achizițiilor de bunuri şi servicii cu caracter personal sau comercial. Acest motiv cuprinde, la randul său, două componente:

a) motivul venitului;

b) motivul afacerilor.

a) Motivul venitului se manifestă îndeosebi în cazul gospodăriilor populației; acesta rezultă din faptul că, în mod obiectiv, există un anumit decalaj de timp între momentul realizării venitului şi momentul cheltuirii acestui venit pentru diverse scopuri; pe parcursul perioadei de timp respective, indivizii păstrează o anumită cantitate de monedă.

b) Motivul afacerilor este valabil îndeosebi pentru intreprinderi, care păstrează monedă pentru acoperirea necesităților lor pecuniare din în intervalul de timp dintre momentul în care efectuează cheltuielile implicate de desfăşurarea activității şi momentul în care obțin încasările din vânzări.

Motivul tranzacțiilor generează, deci, o cerere de monedă legată de funcția monedei de mijloc de schimb. Analiza keynesiană a acestei componente a cererii de monedă se înscrie pe linia de gândire marshalliană: la fel ca în aceasta din urmă, cererea de monedă în vederea tranzacțiilor este o funcție crescătoare de venit.

2) Motivul precauției este determinat de incertitudinea inerentă vieții economice. După Keynes, acestă incertitudine se manifestă la două niveluri:

a) momentul efecturii cheltuielilor;

b) nivelul ratei dobânzii.

a) Incertitudinea cu privire la momentul efectuării cheltuielilor face ca agenții economici să păstreze monedă pentru a face față unor situații neprevăzute, ce ar necesita cheltuieli imediate, precum şi pentru ocazii neaşteptate de a face achiziții avantajoase. Este vorba, deci, despre cheltuieli pentru cumpărări neprevăzute de bunuri, iar, ca urmare, la fel ca deținerile de monedă determinate de motivul tranzacțional, deținerile de monedă din motivul precauției depind direct proporțional de venit.

De altfel, dacă, în cursul perioadei de referință, intervin cheltuieli neprevăzute, iar deținerile de monedă din motiv de precauție sunt realmente utilizate, aceste deținerii devin monedă activă; dimpotrivă, dacă aceste deținerii nu sunt realmente utilizate, ele rămân monedă inactivă.

De aceea, în cazul în care cheltuielile neprevăzute sunt puțin probabile, se pune problema explicării faptului că agenții economici nu păstrează totuşi exclusiv titluri, care sunt aducătoare de dobânzi sau dividente, ci dețin şi o anumită cantitate de monedă. În concepția lui Keynes, factorul care explică acest comportament este incertitudinea.

b) Incertitudinea cu privire la nivelul ratei dobânzii face ca agenții economici să dorească să dețină un element patrimonial cu valoare fixă în expresie monetară, în scopul achitării unei obligații ulterioare, şi ea fixă în expresie monetară.

Într-adevăr, cursul unui titlu (de exemplu, o obligațiune) şi rata dobânziii se află într-o relație inversă, conform formulei:

$$C = \frac{r}{i} \cdot N \qquad (14)$$

unde:

C — cursul;

N — valoarea nominală (de emisiune);

r — rata randamentului;

i — rata dobânzii.

Rezultă că incertitudinea cu privire la rata dobânzii afectează inclusiv cursurile titlurilor, şi anume în sens invers. Or, dacă agenţii economici ar deţine titluri din motivul precauţiei şi ar trebui să vândă titlurile respective pentru a obţine moneda de care au nevoie pentru efectuarea cheltuielilor respective, ei ar suporta un risc-capital, în cazul în care are loc creşterea ratei dobânzii de pe piaţă. Pentru a se proteja împotriva acestui risc de devalorizare a portofoliului de titluri, care este provocat, deci, de incertitudinea cu privire la nivelul viitor al ratei dobânzii, agenţii economici preferă să deţină monedă, nu titluri.

În general, deţinerile de monedă din motivul precauţiei sunt invers proporţionale cu nivelul ratei dobânzii. Într-adevăr, dacă rata dobânzii este deja ridicată, este puţin probabil ca ea să mai crească în continuare. Ca urmare, este puţin probabil ca preţul titlurilor să scadă, iar pentru că riscul devalorizării capitalului financiar este mic, agenţii economici vor prefera să deţină titluri, nu monedă. Astfel, dacă rata dobânzii este mare, disponibilităţile monetare deţinute din motivul precauţiei sunt mici — şi invers.

Cererea de monedă din motivul precauţiei depinde, deci, atât de venit (incertitudinea cu privire la momentul efectuării cheltuielilor), cât şi de rata dobânzii (incertitudinea cu privire la nivelul ratei dobânzii). În modul acesta, Keynes oferă o explicaţie raţională amintitei constatării empirice că există o relaţie inversă între deţinerile de monedă şi rata dobânzii.

Pe lângă că este raţională şi generală, această explicaţie are avantajul că se bazează pe funcţia tradiţională a monedei de mijloc de schimb, având în vedere că în toată această descriere este vorba despre dorinţa agenţilor economici de a face faţă unor cheltuieli neprevăzute.

Cu toate acestea, în capitolul 15 al aceleiaşi lucrări — *„Teoria generală..."* —, Keynes revine asupra problemei, făcând abstracţie de această dată de incertitudinea cu privire la nivelul ratei dobânzii. Aici, el explică motivul

precauției exclusiv prin incertitudinea cu privire la momentul efectuării cheltuielilor, ceea ce permite reținerea doar a legăturii inverse între deținerile de monedă din motivul precauției și venit.

Ca urmare a acestor inconsecvențe, contribuția esențială a lui Keynes, care este evidențierea legăturii inverse dintre cererea de monedă și rata dobânzii, ține mai ales de analiza celui de-al treilea motiv: motivul speculației.

3) Motivul speculației se explică tot prin incertitudinea cu privire la nivelul viitor al ratei dobânzii. Însă, la fel ca motivul precauției, motivul speculației are, la Keynes, două modalități de definire.

Astfel, în capitolul 13 al *„Teoriei generale..."*, motivul speculației apare — prin prisma manifestării efectelor incertitudinii cu privire la nivelul viitor al ratei dobânzii — ca fiind un însoțitor al motivului precauției. Într-adevăr, după cum explică Keynes, din cauza aversiunii față de risc, pe care o au în măsură mai mare sau mai mică toți agenții economici, incertitudinea privind dobânda generează, pe de o parte, o deținere preventivă de monedă. Însă, pe de altă parte, din cauza gustului pentru risc al agenților economici și a perspectivelor de câștig pe care le deschide asumarea riscului, aceiași incertitudine dă naștere unei deținere speculative de monedă. Astfel, un speculator care consideră că prețul unui titlu va crește, adică crede că rata dobânzii va scădea — dispoziție care, după cum se știe, este caracteristică celor care, în limbajul anglo-saxon, se numesc „tauri" —, va cumpăra titlul respectiv. Or, dacă rata dobânzii este deja la un nivel ridicat, este foarte probabil ca aceasta să scadă; în această ipoteză, agentul economic respectiv își va reduce deținerile de monedă pentru a cumpăra tittluri. Invers, dacă rata dobânzii este scăzută, comportamentul va fi preponderent cel al speculatorilor cunoscuți sub denumirea de „urși", în sensul că agentul economic în cauză își va vinde titlurile și își va spori deținerile de monedă de tip speculativ.

Motivul speculației, adică străduința de a obține profit de pe urma unei mai bune aprecieri a evoluțiilor viitoare decât aprecierea dată de piață, apare, astfel, ca fiind strâns legat de existența unei piețe financiare organizate. Căci, este evident că, în absența unei piețe organizate, nu ar exista posibilitatea obținerii unui câștig din creșterea sau scăderea cursurilor titlurilor; pe de altă parte, lipsa unei asemenea piețe ar face ca deținerile de monedă din motivul precauției să fie mult mai mari.

Cererea de monedă rezultată din motivul speculației este legată în mod invers de nivelul ratei dobânzii. Se observă că este vorba despre o cerere de monedă „inactivă" (în sensul lui Newlyn), a cărei explicație se bazează pe o concepție patrimonială asupra naturii monedei, care este văzută ca activ ce concurează activele financiare.

În capitolul 15 al lucrării menționate, Keynes integrează în motivul speculației toate rațiunile care explică relația inversă între cererea de monedă, inclusiv cele asociate în capitolul 13 cu motivul precauției.

Această inconsecvență a definițiilor date de Keynes conceptelor cu care lucrează crează unele confuzii în literatură, însă ambiguitățile respective pot fi eliminate cu ajutorul schemei de mai jos:

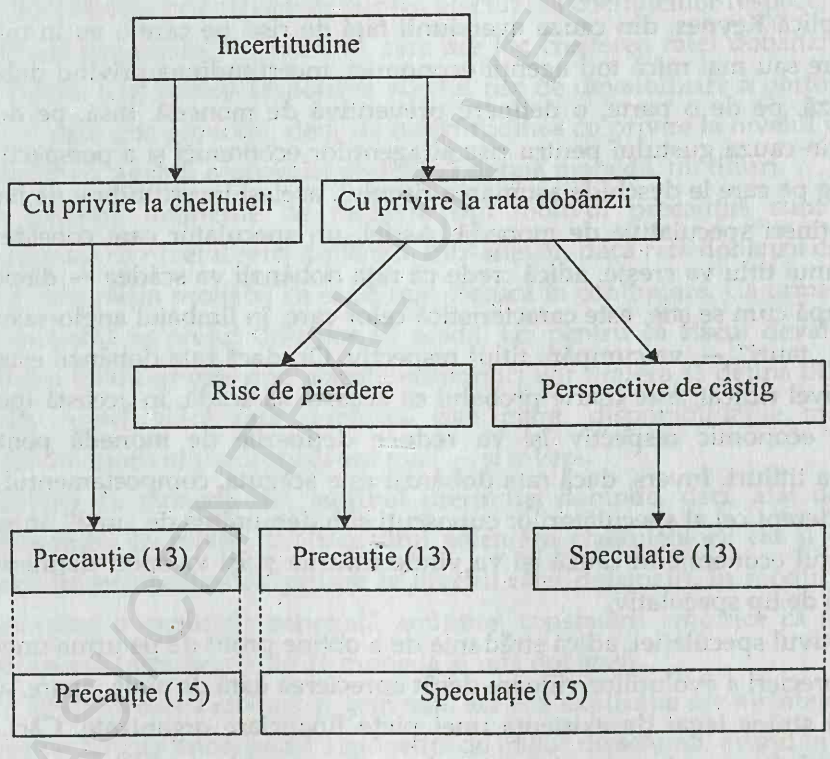


Fig. nr. 7: Cauzele preferinței pentru lichiditate

Preferința pentru lichiditate, determinată de cele trei motive psihologice amintite — motivul tranzacțiilor, precauției și speculației — este, deci, o funcție de două variabile: venitul, *Y*, și rata dobânzii, *i*.

Din punct de vedere formal, această idee poate fi exprimată astfel:

$$M_c = f(Y,i) \qquad (15)$$
$$f_Y' > 0$$
$$f_i' < 0$$

Relația (15) arată că cererea de monedă creşte pe măsură ce creşte venitul ($f_Y' > 0$) şi scade pe măsură ce creşte rata dobânzii ($f_i' < 0$) — şi invers.

În capitolul 15 al *„Teoriei generale..."*, Keynes prezintă această funcție în formă aditivă, regrupând în primul termen elementele care depind de venit (deținerile de monedă din motivul tranzacțiilor şi al precauției), iar în cel de-al doilea, elementul care depinde de rata dobânzii (deținerile de monedă din motivul speculației). În această formă, funcția cererii de monedă (preferinței pentru lichiditate) este:

$$M_c = L_1(Y) + L_2(i) \qquad (16)$$
$$L_1' > 0$$
$$L_2' < 0$$

Acestă formă de scriere a funcției cererii de monedă are dezavantajul că estompează distincția între caracterul tranzacțional al monedei şi caracterul său de activ lichid. De aceea, în literatură, se utilizează adesea următoarea formă:

$$M_c = g(i) \cdot Y \qquad (17)$$
$$g' < 0$$

Avantajul ecuației (17) este că sintetizează raționamentele lui Keynes, evidențiind deosebirea esențială dintre analiza sa a cererii de monedă şi analiza clasică (Marshall). Astfel, spre deosebire de coeficientul k din ecuația (13), care este un parametru presupus constant, factorul g din ecuația (17) este o funcție de rata dobânzii.

Referitor la relația inversă dintre cererea de monedă şi rata dobânzii, este de notat că, în concepția lui Keynes, relația respectivă nu este valabilă la toate nivelele ratei dobânzii. Astfel, această relație nu este valabilă atunci când rata dobânzii se situează la nivelul său minim, caz în care se manifestă ceea ce se

numeşte „capcana monetară". La acest nivel minim, preferința pentru lichiditate este maximă, iar agenții economici cad în „capcana monetară", în sensul că manifestă o cerere infinită de monedă în vederea speculațiilor:

> „Exceptând cazul când se crede că există motive ca experiența viitoare să se deosebească foarte mult de experiența trecutului, o rată a dobânzii de 2%, să spunem, la împrumuturile pe termen lung lasă mai mult loc pentru temeri decât pentru speranțe şi oferă în acelaşi timp un venit curent care nu ajunge să neutralizeze decât în foarte mică proporție temerile"[1].

Ca natură, rata dobânzii este considerată de către Keynes „fenomen psihologic în cel mai înalt grad"[2], însă, ca nivel, aceasta este, în concepția sa, o variabilă rigidă la scădere. Iar această rigiditate este unul din motivele scepticismului său cu privire la eficacitatea politicii monetare.

În final, cererea de monedă în concepția keynesiană poate fi reprezentată ca în figura nr. 9.

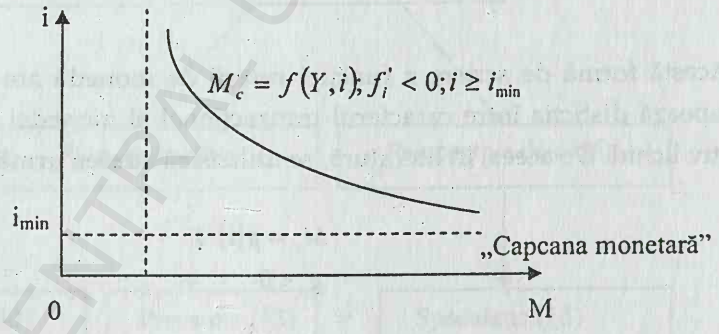


Figura nr. 9: Cererea de monedă în teoria keynesiană

În figura de mai sus, asimptota vericală reprezintă aceea parte a cererii de monedă care depinde de venit, iar asimptota orizontală reprezintă „capcana monetară".

---

[1] — Kenes J., *Teoria generală...*, ed. cit., p. 219.
[2] — Ibidem

2.1.2. Meritele şi limitele analizei keynesiane

Conceptul de „preferinţă pentru lichiditate" constituie, aşadar, un element esenţial al teoriei keynesiane. Acest concept novator permite tratarea ratei dobânzii ca fiind unul din factorii determinanţi ai cererii de monedă, evidenţierea deţinerilor de monedă ca mijloc de rezervă şi introducerea calculului economic în analiza cererii de monedă. Cu toate acestea, conceptul amintit are şi anumite limite, însă, acestea vor fi depăşite ulterior de ştiinţa economică.

În acest context, se poate spune că cea mai importantă contribuţie a analizei keynesiane a cererii de monedă este evidenţierea rolului ratei dobînzii în procesul de formare a acestei forţe economice majore. Motivul speculaţiei relevă o nouă dimensiune a ratei dobânzii, ca preţ al capitalui: acest preţ, care, prin însăşi natura sa, este un preţ convenţional, depinde de incertitudinea privind viitorul.

Într-adevăr, până la apariţia lucrării lui Keynes, rata dobânzii a fost tratată de ştiinţa economică (clasică şi neoclasică) ca fiind o recompensă pentru renunţarea la consum, recompensă care este de natură să explice repartizarea venitului pentru consum şi pentru economisire (aceasta din urmă presupusă a fi plasată în întregime în diverse forme de fructificare).

Conform analizei keynesiane, rata dobânzii constituie recompensa pentru renunţarea la lichiditate, fiind factorul care explică împărţirea economiilor în economii plasate (sub formă de titluri) şi economii neplasate (deţinute sub formă de monedă inactivă). În modul acesta, rata dobânzii dobândeşte o importantă dimensiune monetară, ceea ce îi permite lui Keynes, *inter alia*, să folosească noţiunea de „preferinţă pentru lichiditate" pentru a valorifica ideile lui K. Wicksell[1] despre modul în care se interconectează fenomenele reale şi monetare.

Cu toate acestea, ipoteza rigidităţiii la scădere a ratei dobânzii şi, deci, ideea existenţei „capcanei monetare", nu s-au verificat. În cursul mai multor decade de după cel de-al doilea război mondial, economiile occidentale au cunoscut rate ale dobânzilor reale pe termen lung negative, ceea ce arată că aspectul psihologic al acestor rate nu este singurul care contează.

---

[1] — Wicksell K., *Interest and Prices*, ed. cit.

O altă contribuție a analizei keynesiane este evidențierea deținerilor de monedă inactivă. După cum am arătat, în teoria keynesiană, deținerile de monedă inactivă (mijloc de rezervă) sunt determinate de motivul precauției și al speculației, care explică inclusiv fenomenul de tezaurizare manifestat în cazul monedei metalice (aur și argint). Arătând că, de fapt, nu toate economiile sunt plasate în titluri și că acest fenomen se produce din cauza preferinței pentru lichiditate, Keynes explică posibilitatea apariției unor dezechilibre între economii și investiții, ceea ce face ca legea debușeelor automate (legea lui Say) să nu se aplice. În modul acesta, deținerile de monedă inactivă devin un factor care provoacă șomaj, deoarece faptul că agenții economici nu-și cheltuiesc în întregime veniturile, deținând un activ — moneda — a cărui creare nu necesită muncă, determină ocuparea incompletă a mâinii de lucru.

Acestea fiind spuse, trebuie totuși arătat că cercetările economice ulterioare învederează că analiza keynesiană acordă o importanță excesivă deținerile de monedă inactivă.

Presupunând că există o singură rată a dobânzii, Keynes consideră că titlurile sunt omogene, ceea ce favorizează opțiunea „monedă — titluri", în sensul că alternativa respectivă este singura care se oferă agenților economici. Or, în realitate, există o gamă foarte diversă de titluri, ceea ce face ca speculațiile să se realizeze nu atât prin arbitrajul „monedă — titluri", cât prin opțiunea între diverse titluri disponibile. Această nouă interpretare a motivului speculației este întărită de existența, în economiile contemporane, a intermediarilor financiari; căci, chiar dacă, din cauza lipsei de informații cu privire la natura titlurilor, anumiți agenți economici păstrează și la ora actuală importante disponibilități monetare inactive, intermediarii financiari mobilizează cea mai mare parte a acestor deținеri și le transformă în monedă activă.

În aceste condiții, datele empirice confirmă că la nivel macroeconomic — la care Keynes situează principalele efecte ale preferinței pentru lichiditate — deținerile de monedă inactivă nu au importanța atribuită de teoria keynesiană, de unde tendința unor specialiști de a abandona studiul acestui element.

În fine, Keynes are meritul indiscutabil de a fi introdus calculul economic în analiza cererii de monedă, care, până la el, nu se baza pe premisa că agenții economici au un comportament rațional.

Această inovație este însă și ea în mai multe privințe paradoxală. În primul rând, o asemenea idee este surprinzătoare la un autor care își bazează analiza

procesului de consum pe o „lege psihologică fundamentală" şi pe conceptul de „înclinaţie spre consum ", definit într-o manieră care nu are nimic de a face cu ideea de „raţionalitate" din ştiinţa economică clasică:

> „Legea noastră psihologică normală potrivit căreia consumul colectivităţii, atunci când venitul ei real creşte sau descreşte, va creşte sau va descreşte şi el, dar nu la fel de repede, poate fi exprimat de aceea — nu cu precizie absolută, e drept, însă cu rezerve care sunt evidente şi care pot fi uşor formulate într-un mod exhaustiv — în tezele că ΔC_w şi ΔY_w sînt de acelaşi semn, dar că $\Delta Y_w > \Delta C_w$, în care C_w este consumul exprimat în unităţi de salariu. ... Să definim, deci, $\frac{dC_w}{dY_w}$ drept «înclinaţia marginală spre consum»"[1].

În al doilea rând, integrarea de către Keynes a teoriei deciziilor economice se face, încă şi mai surprinzător, prin formularea unei probleme de algere nu între bunurile fizice, ci între activele monetare şi activele financiare.

Cu toate acestea, problema respectivă va deveni tema esenţială a ceea ce se numeşte „teoria portofoliului", elaborată şi dezvoltată de H. Markowitz[2], W. Sharpe[3], J. Lintner[4], J. Tobin[5] etc.

Ca urmare a contribuţiilor autorilor menţionaţi, la ora actuală, *teoria potofoliului explică modul în care investitorii raţionali utilizează diversificarea titlurilor pentru a-şi optimiza portofoliul, precum şi mecanismul de formare a preţului unui activ în funcţie de riscul său specific şi de raportul acestuia cu riscul mediu al pieţei.* Această teorie utilizează conceptele de „frontieră eficientă", „model de evaluare a activelor financiare", „coeficient beta", „curba pieţei capitalurilor", „curba pieţei financiare (titlurilor)", fără a face vreo referinţă la funcţia monedei de mijloc de schimb.

---

[1] — Keynes J., *Teoria generală...*, ed. cit., p. 141.

[2] — Markowitz H., *Portfolio Selection*, Journal of Finance, 7, 1, 1952, p. 77-91.

[3] — Sharpe W., *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*, Journal of Finance, 19, 3, 1964, p. 425-442.

[4] — Lintner J., *The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets*, Review of Economics and Statistics, 47, 1965.

[5] — Tobin J., *Liquidity Preference as Behavior towards Risk*, Review of Economic Studies, 26, 1958, reprod. în: Stancu I. (ed.), *Articole fundamentale în teoria financiară, cu aplicaţii practice*, Bucureşti, 1998, p. 93-117.

În acest context, aspectul cu adevărat novator al analizei keynesiane constă în evidențierea, printr-o analiză care nu este una pur monetară, a funcției monedei de mijloc de rezervă — în sensul tare al termenului.

În fine, un al treilea aspect paradoxal este că, în pofida faptului că toți agenții economici sunt raționali, ei apreciază în mod diferit evoluția viitoare a ratei dobânzii, permițând, în modul acesta, formarea funcției cererii de monedă prin mecanismul descris de Keynes. Într-adevăr, dacă toți speculatorii ar fi „tauri" („urşi"), ei şi-ar plasa toate disponibilitățile în titluri (ar deține exclusiv monedă), iar funcția cererii de monedă din motivul speculației ar fi discontinuă şi ar avea valoarea zero (maximă). Cu alte cuvinte, preferința pentru lichiditate nu poate fi o funcție individuală a cererii de monedă, căci aceasta ar însemna că agenții economici dețin fie exclusiv titluri, fie exclusiv monedă, însă nu dețin niciodată o combinație de titluri şi monedă.

Având în vedere această din urmă limită a teoriei keynesiane, provenită din faptul că deşi se află într-o stare de incertitudine, speculatorul keynesian crede în exactitatea previziunilor sale privind rata dobânzii, J. Tobin va propune atribuirea unor repartiții de probabilitate previziunilor respective. În modul acesta, ținând seama de aversiunea față de risc a diverselor categorii de agenți economici, va fi posibilă explicarea fenomenului de diversificare a portofoliilor agenților economici, în care se găsesc în mod normal atât monedă, cât şi active financiare.

2.2. Analiza friedmaniană a cererii de monedă

2.2.1. Abordarea patrimonială

Analiza keynesiană a cererii de monedă a fost dezvoltată mai ales de către M. Friedman, a cărei contribuție esențială în acest domeniu constă în generalizarea problemei keynesiane a alegerii între activele monetare şi activele financiare la nivelul întregii game de active existente în structura unui anumit patrimoniu. Cu alte cuvinte, Friedman are în vedere un patrimoniu complet, care cuprinde, deci, inclusiv activele reale. În modul acesta, moneda este tratată ca un activ la fel ca oricare altul, iar procesul de formare a cererii de monedă este considerat un proces asemănător cu cel prin care se formează cererea de bunuri şi servicii.

După Friedman, principalii factori care determină mărimea şi evoluția cererii de monedă sunt: patrimoniul, venitul permanent, prețurile, randamentele activelor şi gusturile şi preferințele indivizilor.

„La fel ca în teoria obişnuită a deciziilor consumatorului, cererea de monedă (şi de oricare alt activ particular) depinde de trei mari categorii de factori: a) averea totală deținută în diverse forme — echivalentă cu constrângerea bugetară; b) prețurile şi randamentele acestei averi şi ale formelor sale alternative; c) gusturile şi preferințele unităților care dețin averea"[1].

1) Patrimoniul (averea), *W*, este definit de Friedman într-un mod foarte cuprinzător, şi anume ca valoare actualizată a veniturilor pe care le poate obține un agent economic. Aceste venituri sunt aduse de toate tipurile de active pe care acesta le deține: monetare, financiare, reale şi umane (capacitatea sa productivă, capitalul său uman).

Astfel, într-un orizont de timp infinit, valoarea unui anumit patrimoniu poate fi exprimată prin relația:

$$W = \frac{\overline{Y}}{i} \tag{18}$$

unde:

W — valoarea patrimoniului;

$\overline{Y}$ — venitul aşteptat;

i — rata dobânzii nominale.

Venitul avut în vedere în această abordare nu este însă venitul curent, observat în mod obişnuit (*measured income*), ci venitul care poate fi cheltuit fără a ca agentul economic respectiv să sărăcească. Acest venit este denumit de Friedma „venit permanent" (*permanent income*).

Din punct de vedere tehnic, *„venitul permanent" poate fi considerat ca fiind venitul curent, „curățat" de oscilațiile sale sezoniere, întâmplătoare etc., corespunzând, deci, tendinței evoluției pe termen lung a venitului.*

[1] — Friedman M., *The Quantity Theory of Money: A Restatement*, 1956, reprod. în: Friedman M., *The Optimum Quantity of Money*, ed. cit., p. 56.

După cum arată Friedman, relația de definire a venitului permanent, $\overline{Y}$, este de forma[1]:

$$\overline{Y} = i \cdot W \tag{19}$$

unde i poate fi asimilată cu rata medie a randamentului diverselor active.

Relația (17) arată că, la o rată a randamentului dată, există o corespondență directă între valoarea averilor agenților economici, pe de o parte, şi venitul lor permanent, pe de altă parte. Această relație este utilizată de Friedman pentru exprimarea cererii de monedă, care, în modul acesta, devine un element al unei teorii mai generale: teoria capitalului[2].

Acțiunea patrimoniului (averii) asupra cererii de monedă se manifestă atât prin nivelul său, al cărui rol este echivalent cu cel al amintitei „constrângeri bugetare", cât şi prin structură, element pe care agenții economici încearcă să îl optimizeze, ținând seama de prețurile şi randamentele diverselor active.

2) Prețurile şi randamentele activelor constituie a doua categorie importantă de factori care determină cererea de monedă.

Astfel, randamentul activelor monetare poate fi asimilat cu fluxul serviciilor pe care moneda le aduce deținătorilor. Acest flux depinde de volumul bunurilor cărora le corespunde o unitate monetară şi, deci, de nivelul general al prețurilor, P, de care este legat în mod invers proporțional. În ceea ce priveşte rentabilitatea financiară a activelor monetare, aceasta este, în general, nulă.

În cazul activelor financiare, Friedman distinge între randamentul aşteptat al obligațiunilor, i_o, şi randamentul aşteptat al acțiunilor, i_a. Ambele variabile cuprind, la nivel individual, venitul adus de titlurile respective, precum şi plusvaloarea (pierderea) determinată de variațiile anticipate ale ratei randamentului şi ale prețului de piață (cursului).

În fine, randamentul activelor reale este exprimat prin costul de deținere al unor active asemănătoare, care depinde de rata inflației anticipate. Această din

---

[1] — Procedeele tehnice de determinare a venitului permanent sunt expuse de Friedman în lucrarea sa: *A Theory of Consumption Function*, ed. cit., precum şi în articolul: *The Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Results*,ed.cit.

[2] — Johnson H. G., *Monetary Theory and Policy*, American Economic Review, iun., 1962, reprod. în: Johnson H. G., *Essays in Monetary Economics*, Unwin University Books, 1967.

urmă mărime este considerată estimatorul randamentului respectiv, fiind presupusă a fi egală cu un nivel constant: $\frac{1}{P} \cdot \frac{dP}{dt}$.

Toate aceste diverse randamente aşteptate sunt considerate a fi evaluări subiective certe ale agenţior economici[1].

Capitalul uman nu intră în procesul de optimizare a structurii patrimoniului, deoarece Friedman consideră că raportul între activele non-umane şi activele umane este dat. Acest raport, notat cu w, poate fi interpretat şi ca raport dintre venitul adus de capital şi venitul din muncă.

3) Gusturile şi preferinţele indivizilor constituie a treia categorie majoră de factori de care depinde forma funcţiei cererii de monedă. Deşi Friedman admite că gusturile şi preferinţele indivizilor sunt susceptibile a se modifica în cursul timpului, îndeosebi din cauze obiective, cum ar fi, incertitudinea sporită, caracteristică unor perioade de război, revoluţii, greve etc., care măreşte preferinţa pentru lichiditate, în mod normal, aceste elemente pot fi considerate constante. Factori obiectivi de genul celor menţionaţi sunt luaţi în considerare printr-o variabilă u, care exprimă în mod sintetic acţiunea tuturor elementelor care influenţează gusturile şi preferinţele.

În lucrările lui Friedman, există mai multe formulări ale ecuaţiei cererii de monedă, care se deosebesc între ele prin gradul lor de simplificare.

Astfel, după ce explică şi regrupează în maniera arătată mai sus variabilele care descriu comportamentele microeconomice ale deţinătorilor de monedă (intreprinderi şi gospodăriile populaţiei), Friedman formulează o primă variantă a funcţiei cererii globale de monedă, care are următoarea formă:

$$M_c = f\left(i_0, i_a, P, \frac{\overline{Y}}{i}, \frac{1}{P} \cdot \frac{dP}{dt}, w, u\right) \qquad (20)$$

unde:

M_c — cererea de monedă;

i_o — randamentul obligaţiunilor;

i_a — randamentul acţiunilor;

$\frac{\overline{Y}}{i}$ - venitul permanent (valoarea patrimoniului);

[1] — În alte abordări, cum ar fi, de exemplu, cea a lui J. Tobin, evaluările randamentelor sunt mărimi probabilistice, fiind caracterizate, deci, prin diverse legi de repartiţie de probabilitate. (Tobin J., *Liquidity Preference as Behaviour Towards Risk*, ed.cit.).

P — preţurile (randamentul activelor monetare);

$\frac{1}{P} \cdot \frac{dP}{dt}$ — rata inflaţiei anticipate (randamentul activelor reale);

w — raportul între capitalul uman şi capitalul non-uman;

u — gusturile şi preferinţele indivizilor.

În continuare, se fac o serie de simplificări, prin care funcţia (20) este adusă într-o formă în care poate fi testată econometric. Astfel, în primul rând, se presupune că rata medie a randamentului tuturor activelor, i, variază în acelaşi mod ca randamentele activelor financiare şi că, deci, variabila respectivă poate fi eliminată. În al doilea rând, în componenţa randamentului aşteptat al activelor financiare se reţine doar venitul adus de activele respective, excluzându-se, deci, plusvaloarea (pierderea) rezultată din reevaluarea portofoliului de active. În al treilea rând, se presupune că funcţia (20) este omogenă de gradul unu în raport cu P şi $\overline{Y}$, ceea ce înseamnă că, dacă se înmulţesc variabilele funcţiei respective cu un factor λ, valoarea funcţiei creşte şi ea de λ ori.

În aceste condiţii, presupunând că $\lambda = \frac{1}{P}$, se obţine o variantă a funcţiei cererii de monedă care exprimă cererea reală:

$$\frac{M_c}{P} = f\left(i_0, i_a, \frac{\overline{Y}}{P}, \frac{1}{P} \cdot \frac{dP}{dt}, w, u\right) \tag{21}$$

A doua serie de simplificări, mai drastice, este operată de Friedman în articolul citat din anul 1959[1]. În această lucrare, autorul arată că, în mod concret, pe baza datelor privind evoluţiile pe termen lung referitoare la economia SUA, principala variabilă explicativă a cererii de monedă este venitul real permanent, $\frac{\overline{Y}}{P}$, în timp ce randamentele diverselor active au doar un rol secundar.

Ca urmare, funcţia friedmaniană a cererii de monedă este adusă aici în forma sa cea mai simplă:

[1] — Friedman M., *The Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Results*, ed. cit.

BCU IAŞI CENTRALA UNIVERSITARĂ LIBRARY

$$\frac{M_c}{P} = f\left(\frac{\overline{Y}}{P}\right) \tag{22}$$

sau:

$$M_c = f\left(\overline{Y}\right) \tag{23}$$

Relația (22) exprimă cererea de monedă în termeni reali, iar relația (23), cererea de monedă în termeni nominali. În ambele cazuri, variabila explicativă esențială este „venitul permanent", care, la Friedman, constituie variabila care reprezintă „patrimoniul" (averea).

2.2.2. Dimensiunea empirică a analizei friedmaniane

Ecuațiile cererii de monedă (22) și (23) sunt rezultatul aplicării metodologiei empirice, caracteristice „școlii de la Chicago", expuse anterior de Friedman într-o amplă lucrare consacrată obiectului și metodei științei economice moderne[1]. Demersul respectiv ridică însă unele probleme, care vor deveni apoi tipice pentru studiul econometric al cererii de monedă.

Astfel, estimarea econometrică realizată de Friedman privește, de fapt, o relație între variabilele menționate, dar care sunt exprimate ca mărimi pe cap de locuitor.

Forma generală a acestei relații este:

$$m = k \cdot \overline{y}^{e} \tag{24}$$

unde:

m — cererea reală de monedă pe cap de locuitor;

k — parametru constant;

$\overline{y}$ — venitul real permanent pe cap de locuitor;

e — elasticitatea cererii de monedă față de factorul „venit" (elasticitatea-venit).

În estimarea sa, Friedman folosește datele referitoare la economia SUA, pe perioada 1869-1957. Este vorba, în principal, de seria cronologică a masei monetare aferentă perioadei 1867-1960, reconstituită într-o lucrare publicată împreună cu A. Schwartz[2].

Or, cantitatea de monedă cerută de agenții economici nu este o variabilă care poate fi observată direct, iar, ca urmare, Friedman măsoară acest element

[1] — Friedman M., *Essays in Positive Economics*, Chicago, The University of Chicago Press, 1953.

[2] — Friedman M., Schwartz A., *A Monetary History of the United States:1867-1960*, ed. cit.

BCU "MIHAIL EMINESCU" CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

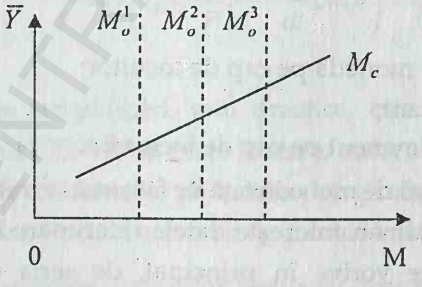
prin cantitatea de monedă existentă în circulație. Această soluție — frecvent adoptată ulterior în literatură — este însă criticabilă, deoarece presupune că cererea şi oferta de monedă sunt egale, ceea ce este adevărat doar în cazul particular în care în economie există echilibru monetar.

În plus, după cum arată D. Laidler[1], dacă există funcții distincte ale cererii şi ofertei de monedă, se pune problema dacă nu cumva, din inadvertență, se măsoară, de fapt, variabilele ce determină oferta de monedă sau poate efectele combinate ale celor două funcții, nu cererea de monedă.

Pentru evitarea acestor dificultăți — cunoscute în literatură sub denumirea de „problema identificării" —, se poate estima econometric un sistem de două ecuații, care să exprime una cererea, iar cealaltă, oferta de monedă.

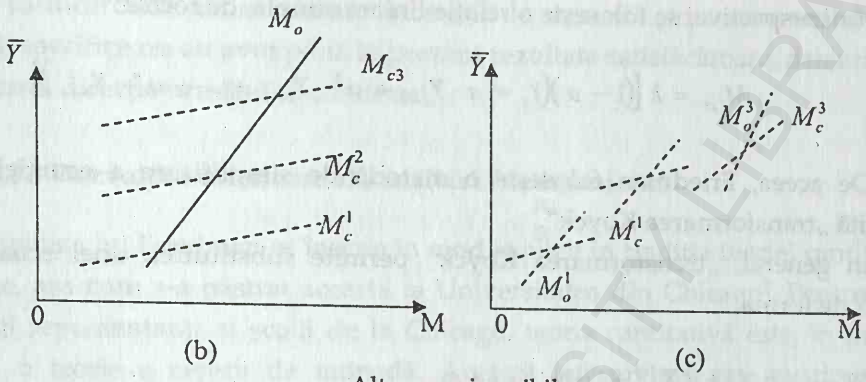
În ceea ce îl priveşte, Friedman nu utilizează acest procedeu complex, deoarece consideră că oferta de monedă este o mărime exogenă, care nu depinde, deci, de variabilele care determină cererea. Şi, de fapt, afirmația că cererea de monedă poate fi măsurată prin cantitatea de monedă existentă este valabilă doar în acest caz particular în care în economie există echilibru monetar, iar oferta de monedă este o mărime exogenă.

Pentru a uşura înțelegerea naturii „problemei identificării", cazul în care cantitatea de monedă observată corespunde cererii de monedă emanate de la agenții economici — aşa cum presupune Friedman — este reprezentat în cadranul (a) din figura nr.10. Celelalte cazuri posibile sunt reprezentate în cadranele (b) şi (c).



(a) Cazul avut în vedere de Friedman

[1] — Laidler D., *The Demand for Money: Theories and Evidence*, 3rd edn., New York, Dun-Donnelley, 1985, p. 108.



Alte cazuri posibile

Figura nr.10: Cantitatea de monedă observată şi cererea de monedă

Măsurarea venitului permanent ridică mai puţine probleme, deşi metodologia propusă de Friedman suscită şi în acest caz anumite critici. Astfel, la fel ca orice variabilă anticipată, „venitul permanent aşteptat" este o mărime care nu este direct observabilă. În ceea ce îl priveşte, Friedman preuspune că anticipaţiile agenţilor economici se formează printr-un proces extrapolativ, ceea ce îi permite să exprime mărimea $\overline{Y}$ ca o medie ponderată a venitului observat în perioada curentă şi a veniturilor observate în perioadele anterioare; importanţa acestora din urmă se reduce însă pe măsură ce acestea sunt situate mai demult în timp, şi anume conform unei reguli echivalente cu o progresie geometrică.

În mod concret, „venitul permanent aşteptat" în momentul t este dat de relaţia:

$$\overline{Y}_t = (1-a)\left(Y_t + a \cdot Y_{t-1} + a^2 \cdot Y_{t-2} + \ldots + a^n \cdot Y_{t-n}\right) \qquad (25)$$

$$a < 1$$

Maniera extrapolativă de formare a anticipaţiilor ridică, în general, unele probleme, pe care le-am examinat într-o altă lucrare[1]. Pe lângă aceste probleme, modul de măsurare a venitului permanent adoptat de Friedman are dezavantajul că pune în dependenţă elementul respectiv de un număr mare de

[1] — Cerna S., *Teoria anticipaţiilor raţionale şi credibilitatea politicii monetare*, ed. cit., p. 15.

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

variabile, ale căror acțiuni sunt dificil de decelat, chiar dacă, pentru exprimarea legăturii respective, se folosește o relație liniară simplă, de forma:

$$M_{cr} = k\left[(1-a)\left(Y_t + a \cdot Y_{t-1} + a^2 \cdot Y_{t-2} + \ldots + a^n \cdot Y_{t-n}\right)\right] \qquad (26)$$

De aceea, Friedman folosește o metodă de simplificare a ecuației (26), numită „transformarea Koyck".

În general, „transformarea Koyck" permite substituirea unei ecuații cu *laguri* de forma:

$$Y_t = a + b_0 X_t + b_1 X_{t-1} + \ldots + b_k X_{t-k} + e_t$$

prin ecuația :

$$Y_t = a(1-\lambda) + b_0 X_t + \lambda Y_{t-1} + v_t,$$

unde: $v_t = e_t - \lambda e_{t-1}$.

Astfel, prin aplicarea procedeului respectiv, ecuația (26) este adusă în forma:

$$M_{cr} = k(1-a) \cdot Y_t + a \cdot M_{t-1} \qquad (27)$$

Relația (27) este ușor de interpretat din punct de vedere teoretic, însă, din cauza naturii sale autoregresive, este și ea destul de dificil de tratat econometric.

În fine, trebuie precizat că pentru exprimarea mărimilor economice reale cu care operează, Friedman utilizează conceptul de „prețuri permanente", care este definit în același mod ca „venitul permanent", și anume ca *„medie aritmetică ponderată a indicilor prețurilor din perioada curentă și din perioadele anterioare"*.

Prin aceste ingenioase soluții tehnice la problemele empirice dificile cu care se confruntă, Friedman obține, în final, o elasticitate-venit a cererii de monedă — valabilă, reamintim, în cazul SUA, pe perioada 1869-1957 — de 1,82, ceea ce confirmă ipotezele sale.

Rezultate asemănătoare au obținut și alți autori, pentru alte țări și alte perioade[1].

[1] — De ex., Aftalion F., Poncet P., *Les Taux d'Interet*, PUF, Paris, 1984, p. 20 și urm.

În ceea ce priveşte România, un studiu elaborat sub egida Băncii Naţionale, arată că încercările de exprimare a cererii de monedă prin intermediul unei funcţii specifice nu au avut până în prezent rezultate satisfăcătoare, demersurile în această direcţie urmând să continue[1].

2.2.3 Dezvoltări ulterioare ale analizei friedmaniane

Analiza lui Friedman se înscrie în mod explicit în tradiţia teoriei cantitative clasice, aşa cum s-a păstrat aceasta la Universitatea din Chicago[2]. Pentru el şi ceilalţi reprezentanţi ai şcolii de la Chicago, teoria cantitativă este, în primul rând, o teorie a cererii de monedă. Această interpretare este susţinută de uşurinţa cu care se poate trece de la funcţia cererii de monedă (19) la o relaţie cantitativă de forma ecuaţiei de la Cambridge:

$$M \cdot v\left(i_0, i_a, \frac{1}{P} \cdot \frac{dP}{dt}, w, u\right) = \overline{Y} \tag{28}$$

unde:

v — viteza de circulaţie-venit a monedei.

În mod evident, o asemenea transpoziţie este posibilă, deoarece funcţia f este presupusă omogenă de gradul unu în raport cu $\overline{Y}$, iar cererea de monedă, M_c este asimilată cu masa monetară realmente existentă, M.

Cu toate accestea, în analiza friedmaniană a cererii de monedă se regăsesc şi numeroase elemente ale analizei keynesiane. Dintre aceste elemente preluate din analiza keynesiană, amintim următoarele:

a) folosirea ca referenţial fundamental a ecuaţiei de la Cambridge;

b) abordarea macroeconomică şi utilizarea unui agregat monetar pentru exprimarea obiectului cererii de monedă;

c) fundamentarea analizei pe studiul procesului de alegere între diverse active desfăşurat la nivelul fiecărui agent economic şi integrarea teoriei deciziilor economice;

d) importanţa acordată funcţiei monedei de mijloc de rezervă — în sensul tare al termenului;

---

[1] — Antohi D., Stere T., Udrea I., Bistriceanu G., Botezatu A., *Evoluţii monetare în economia românească: determinanţi şi implicaţii*, Caiete de studii, BNR, 21, 2007, p. 44.

[2] — Friedman M., *The Optimum Quantity of Money*, ed. cit., p. 52.

e) concepția patrimonială asupra monedei; etc.

După părerea noastră, aceste elemente comune justifică încadrarea celor două analize ale cererii de monedă — analiza keynesiană şi analiza friedmaniană — în ceea ce se numeşte „concepția patrimonială asupra cererii de monedă". De asemenea, punctele comune amintite permit interpretarea analizei friedmaniane a cererii de monedă ca fiind o dezvoltare şi generalizare a conceptului keynesian de „preferință pentru lichiditate".

Cu toate acestea, între cele două analize există şi numeroase deosebiri, care fac ca abordările respective să nu poată fi reduse una la cealaltă. Dintre aceste deosebiri, menționăm următoarele:

a) situarea de către Friedman a analizei cererii de monedă în cadrul mai general al teoriei deciziilor consumatorului şi al teoriei moderne a capitalului;

b) absența, la Friedman, a distincției între deținerile de monedă activă şi deținerile de monedă inactivă;

c) luarea în considerare de către acesta a anticipațiilor cu privire la prețuri;

d) concepția sa generalizatoare cu privire la venit, avere şi relațiile dintre acestea;

e) proprietatea de stabilitate a funcției cererii de monedă etc.

Acest din urmă element, de exemplu, este dedus de Friedman din investigațiile sale econometrice, care arată că între deținerile de monedă ale agenților economici, pe de o parte, şi venitul lor permanent, pe de altă parte, există o relație stabilă pe termen lung. Or, adevărul este că această relație este mai stabilă decât multe alte relații economice unanim recunoscute şi, în orice caz, mai stabilă decât „preferința pentru lichiditate", care este sensibilă la variațiile anticipațiilor cu privire la rata dobânzii.

Teza stabilității funcției cererii de monedă constituie o caracteristică distinctivă a curentului monetarist, ce explică în mare măsură succesul pe care această şcoală de gândire economică l-a cunoscut în anii '70 ai secolului XX. Căci, pentru monetarism, verificarea empirică a stabilității funcției cererii de monedă constituie principalul test de validare şi principalul factor de care depinde eficacitatea strategiilor de politică economică pe care le recomandă.

În lucrarea lui Friedman deja citată, consacrată aspectelor teoretice şi practice ale studiului cererii de monedă[1], modul de definire a acestei variabile, este, de fapt, o estimare statistică, în care cantitatea de monedă dorită de agenții

[1] — Friedman M., *The Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Results*, ed. cit.

economici, M_{ct}, poate fi egală cu cantitatea de monedă efectiv deținută de aceştia, M_t, dar poate şi să nu fie egală cu aceasta.

Într-adevăr, în analiza lui Friedman, variabila M_t este o mărime exogenă, în timp ce variabila M_{ct} depinde de venitul permanent, $\overline{Y}$, conform relației:

$$M_{ct} = k \cdot \overline{Y}_t \tag{29}$$

Pornind de aici, unii economişti, care ar putea fi numiți „neomonetarişti" (G. Chow[1], B. Motley[2], A. Walters[3], J. David[4], J. Grandmont[5] etc.), fac distincție între funcția cererii de monedă pe termen lung (friedmaniană) şi funcția cererii de monedă pe termen scurt. Astfel, autorii menționați consideră că deținerile de monedă dorite de agenții economici, deductibile din datele istorice, corespund nivelului de echilibru pe termen lung al cererii de monedă, pe când deținerile efective, pe care îşi propun ei să le explice, corespund cererii de monedă pe termen scurt.

În acest cadru, cantitatea de monedă efectiv deținută de agenții economici şi, deci, cererea lor de monedă pe termen scurt, M_t, poate fi diferită de cererea de monedă pe termen lung, M_{ct}. În cazul particular în care acestea sunt egale, se pot scrie relațiile:

$$M_t = M_{ct} \tag{30}$$

$$M_t - M_{t-1} = M_{ct} - M_{t-1} \tag{31}$$

unde, pe lângă notațiile anterioare:

M_{t-1} — cantitățile de monedă deținute la sfârşitul perioadei precedente şi disponibile la începutul perioadei t.

---

[1] — Chow G., *On the Long Run and the Short Run Demand for Money*, Journal of Political Economy, April, 1966.

[2] — Motley B., *A Demand for Money Function for the Household Sector*, Journal of Finance, September, 1967.

[3] — Walters A., *The Demand for Money-The Dynamic Properties of the Multiplier*, Journal of Political Economy, June, 1967.

[4] — David J., *Un Modele de l'Economie Francaise inspire des Theses Monetaristes*, Bullètin Trimestrial de la Banque de France, 5, 1972.

[5] — Grandmont J., *Sur la Demande de Monnaie de Court Terme et de Long Terme*, Document de travail CEPREMAP, Juin, 172.

În aceste condiții, se poate admite că existența unui ecart între M_t și M_{ct} este determinat de anumite distorsiuni care fac ca doar o anumită proporție b din diferența ($M_t - M_{t-1}$) să fie realizată în fiecare perioadă:

$$M_t - M_{t-1} = b(M_{ct} - M_{t-1}) \qquad (32)$$
$$b < 1$$

Din relația (32), rezultă:

$$M_t = b(M_{ct} - M_{t-1}) + M_{t-1} \qquad (33)$$

unde:

$$M_t = k \cdot \overline{Y}_{t-1} \qquad (34)$$

Funcția cererii de monedă pe termen scurt (33) este, de fapt, o formă particulară a funcției cererii de monedă pe termen lung. Într-adevăr, dacă se presupune $b=(1-a)$ și se consideră că M_{ct} este determinată de ecuația marshaliană (34), relația (31) devine:

$$M_t = (1-a) \cdot M_{ct} + a \cdot M_{t-1} \qquad (35)$$

Or, relația (34) este echivalentă cu o „transformare Koyck" aplicată asupra relației (35), adică asupra funcției friedmaniane a cererii de monedă:

$$M_t = k \cdot \overline{Y}_t = k(1-a)(Y_t + a \cdot Y_{t-1} + ...a^n \cdot Y_{t-n}) \qquad (36)$$

Rezultă că, în realitate, nivelul cantităților de monedă deținute de agenții economici nu se adaptează complet la nivelul dorit, care este determinat de venitul curent, nu de venitul permanent.

O asemenea interpretare a funcției cererii de monedă construite de Friedman diminuează considerabil semnificația amintitei distincții făcute de neomonetariști între cererea de monedă pe termen lung și cererea de monedă pe termen scurt. De aceea, unii dintre autorii respectivi, cum ar fi, de exemplu, B. Motley[1], adoptă o altă funcție a cererii de monedă pe termen scurt, care are proprietatea de a nu mai fi reductibilă la funcția friedmaniană.

[1] — Motley B., *A Demand for Money Function for the Household Sector*, Journal of Finance, September, 1967.

BCU CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Funcția propusă de autorul menționat este:

$$M_t = M_{t-1} + b(M_{ct} - M_{t-1}) + d(W_t - W_{t-1}) \qquad (37)$$

În relația (37), noua componentă, $d(W_t-W_{t-1})$, exprimă faptul că o parte din variația stocului de avere, W, este deținută de agenții economici în formă monetară (economii băneşti). Deoarece variația stocului de avere este asimilată cu economiile (băneşti), iar acestea depind, la rândul lor, de venitul permanent, în maniera descrisă de analiza friedmaniană, cererea de monedă pe termen scurt depinde, până la urmă, doar de cantitatea de monedă disponibilă la începutul perioadei, M_{t-1}, şi de venitul permanent aşteptat în perioada de referință, $\overline{Y}_t$.

La fel ca analiza friedmaniană, dezvoltările neomonetariste menționate au fost supuse, la rândul lor, la numeroase teste econometrice, care au dat rezultate bune, în sensul că nu au infirmat ipotezele empirice adoptate.

Făcând abstracție de această dimensiune empirică, trebuie însă arătat că analiza neomonetaristă are şi anumite implicații teoretice, cum ar fi reinterpretarea concepției monetariste cu privire la procesul de transmisie[1]. Cu toate acestea, dezvoltările respective se mențin în cadrul concepției patrimoniale asupra cererii de monedă, a cărei notă distinctivă este explicare cererii de monedă a agenților economici printr-o altă rațiune decît cea rezultată din funcția monedei de mijloc de schimb.

3. Concepția tranzacțională a cererii de monedă

Paralel cu concepția patrimonială a cererii de monedă, în anii '60-'70 ai secolului XX, s-a afirmat şi o altă orientare, mai conformă cu abordarea tradițională, bazată pe funcția monedei de mijloc de schimb. Este vorba despre concepția tranzacțională a cererii de monedă.

În prima fază, această concepție — reprezentată de I. Fisher, A. Marshll şi de analiza făcută de Keynes motivului tranzacțional al preferinței pentru

[1] — A se vedea cap. VII §4.2 *supra*.

BCU MICENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

lichiditate — a constituit o explicație destul de simplistă a deținerilor de monedă activă. Expresiile sintetice ale acestor analize sunt conceptul fisherian de „viteză de circulație", *V*, și coeficentul marshallian, *k*.

Lucrările contemporane își propun să îmbunătățească această explicație prin aprofundarea cercetărilor în două direcții, și anume:

1) studiul circumstanțelor care crează necesitatea existenței unei anumite cantități de monedă pentru finanțarea tranzacțiile preconizate de agenții economici;

2) elucidarea factorilor determinanți ai cererii de monedă în vederea tranzacțiilor, în scopul descoperirii raționalității deținerii de monedă de către agenții economici independent de rolul, destul de secundar, pe care moneda îl are ca mijoc de rezervă — în sensul tare al termenului.

3.1. Cererea de monedă și finanțarea tranzacțiilor

Într-o „economie monetară", în sensul de economie în care se folosește moneda, indivizii își pot satisface cererea de bunuri și servicii, doar dacă dispun de mijloacele de schimb necesare. Indiferent de modul în care își procură aceste mijloace, existența lor ca atare constituie o constrângere care limitează deciziile agenților economici. De aceea, constrângerea respectivă trebuie avută în vedere de indivizi atunci când își concep proiectele lor economice de orice fel. Privită dintr-un punct de vedere global, această constrângere crează un nou motiv de deținere a monedei — motivul finanțării —, a cărui evidențiere permite legarea cererii de monedă de cererea globală de bunuri și servicii.

3.1.1. Deținerile de monedă și constrângerea bugetară

Includerea monedei în descrierea procesului de decizie al agenților economici nu este specifică abordării tranzacționale. De exemplu, o asemenea integrare a factorului monetar în procesul decizional microeconomic este conținută, în mod implicit, în analiza lui Friedman prezentată în paragraful anterior. De asemenea, această integrare apare, în mod explicit, în analiza lui D. Patinkin expusă într-o cunoscută lucrare apărută în aceiași perioadă[1].

[1] — Patinkin D., *Money, Interest and Prices*, 2 ed., New York, 1965.

Asfel, conform analizei lui Patinkin, consumatorul încearcă să maximizeze o funcție de utilitate printre ale cărei argumente figurează și moneda, în condițiile unei constrângeri bugetare clasice:

$$\max U(x_1,...,x_n,m,p_1,...,p_n) \tag{38}$$

$$\sum_{i=1}^{n} p_i(x_i-\bar{x}_i)+m-\bar{m}=0 \tag{39}$$

unde:

x_i — cererea agentului economic față de bunul i;

$\bar{x}_i$ — cantitatea de bun i deținută de agentul economic la începutul perioadei;

p_i — prețul bunului i;

m — cantitatea de monedă deținută de agentul economic la sfârșitul perioadei;

$\bar{m}$ — cantitatea de monedă deținută de agentul economic la începutul perioadei.

Abstracție făcând de unele deosebiri de ordin formal și metodologic, ambii autori menționați consideră că cererea de monedă se formează în același mod ca cererea de bunuri obișnuite, iar aceasta, indiferent de faptul că moneda îndeplinește o funcție care îi este specifică: funcția de mijloc de schimb.

Totuși, în analiza lui Patinkin, este importantă mai mult introducerea monedei în funcția de utilitate (38), decât marcarea prezenței sale în constrângerea bugetară (39). Căci, aceasta din urmă este o constrângere bugetară clasică (walrasiană), în care deținerile de monedă nu apar decât în mod simbolic[1].

Pornind de aici, R. Clower[2] a reformulat constrîngerea bugetară astfel încât să evidențieze în mod relevant legătura care există între funcția monedei de

[1] — Constrângerea bugetară walrasiană (dreapta bugetară) este venitul consumatorului, care îi permite să cumpere bunuri ale căror prețuri sunt mai mici decât venitul respectiv. Agentul economic este nevoit, deci, să-și considere bugetul ca o restricție, ceea ce face ca bunurile să se afle într-o situație concurențială; consumatorul are o mare marjă de manevră în alegerea bunurilor pe care le cumpără, însă nu își poate depăși bugetul.

[2] — Clower R., *A Reconsideration of the Microfoundations of Monetary Theory*, Western Economic Journal, 6, 1967, p. 1-9; reprod. în: Clower R., (ed.), *Monetary Theory*, Penguin, 1969.

mijloc de finanțare, pe de o parte, şi funcția monedei de mijloc de schimb, pe de altă parte.

Conform demonstrației autorului citat, dacă se notează:

$$\sum_{i=1}^{n} p_i(x_i - \bar{x}_i) = y \tag{40}$$

iar mărimea y este interpretată ca fiind expresia fluxului de cerere excedentară a unui agent economic, constângerea bugetară clasică (39) poate fi scrisă în forma:

$$y + m - \bar{m} = 0 \tag{41}$$

Valoarea variabilei y poate fi o mărime pozitivă sau negativă, corespunzând, deci, la două categorii de bunuri:

a) bunuri care fac obiectul unei cereri excedentare pozitive, y^+;

b) bunuri care fac obiectul unei cereri excedentare negative, y^-.

Variabila y rezultă, deci, prin însumare: $y^+ + y^- = y$.

Ca urmare, constrângerea bugetară poate fi descompusă în două părți:

1) Constrângerea-venit, aferentă bunurilor care fac obiectul unei cereri excedentare negative:

$$y^- + m_1 = 0 \tag{42}$$

unde:

m_1 — cantitatea de monedă deținută la sfârşitul perioadei de referință pentru finanțarea achizițiilor de bunuri şi servicii din perioada următoare.

Relația (42) arată că variabila m_1 este rezultatul monetar al economisirii venitului provenit din oferta netă de bunuri şi servicii a agentului economic respectiv. Deoarece cantitatea de monedă respectivă serveşte pentru finanțarea cheltuielilor ulterioare, ea este asimilată de Clower cu deținerile de monedă din motivul tranzacțiilor.

2) Constrângerea-lichiditate (finanțare), aferentă bunurilor care fac obiectul unei cereri excedentare pozitive:

$$y^+ + m_2 - \bar{m} = 0 \tag{43}$$

unde:

m_2 — cantitatea de monedă deținută la sfârșitul perioadei de referință din motivul precauțiunii.

Relația (43) este numită de Clower „principiul Say", deoarece constituie o aplicație a legii formulate de cunoscutul economist francez[1]. În speță, semnificația acestei legi este că „niciodată nu se cheltuie decât banii care se câștigă". Cu alte cuvinte, actele de cerere netă pozitivă față de bunuri și servicii, pe care le efectuează un agent economic, nu pot depăși dotarea sa monetară inițială, $\overline{m}$, sau, mai precis, această cerere este limitată de un volum de finanțare egal cu: $(\overline{m} - m_2)$.

Prin însumarea constrângerii — venit și a constrângerii — lichiditate (finanțare), se obține forma tradițională a constrângerii bugetare:

$$y^+ + y^- + m_1 + m_2 - \overline{m} = y + m - \overline{m} = 0 \qquad (44)$$

Cu toate că descompunerea operată de Clower rămâne, astfel, în cadrul concepției clasice, procedeul respectiv are avantajul că permite evidențierea modului de funcționare a „economiei monetare", a cărei trăsătură esențială este că moneda se schimbă pe bunuri, bunurile se schimbă pe monedă, însă bunurile nu se schimbă niciodată unul pe altul[2]. De aceea, abordarea respectivă a avut un anumit succes, fiind utilizată atât în cadrul analizei neoclasice, cât și în analiza modernă a dezechilibrelor pieței.

Cu toate acestea, unii autori, cum ar fi, D. Blondel și J. Parly[3], J. Grandmont și Y. Younes[4], M. Lorie[5], S. Tsiang[6] etc., arată că analiza lui Clower se bazează pe anumite ipoteze excesiv de restrictive, care îi diminuează relevanța. Însă, chiar și autorii menționați consideră că dezavantajul amintit poate fi depășit.

---

[1] — „Legea Say" (legea debușeelor automate) spune că „orice cerere își crează propria ofertă".

[2] — Cf. cap. IV §2.3.2 *supra*.

[3] — Blondel D., Parly M., *L'inflation de croissance*, PUF, Paris, 1977.

[4] — Grandmont J., Younes Y., *On theRole of Money and the Existence of Monetary Equilibrium*, Review of Economic Studies, July, 1972.

[5] — Lorie M., *Price Quantity Adjustments in a Macro-Disiquilibriumness Model*, Economic Inquiry, April, 1978.

[6] — Tsiang S., *Walras'Law, Say's Law and Liquidity Preference in General Equilibrium Analysis*, Journal of Political Economy, January — February, 1966.

Astfel, se învederează că o ipoteză restrictivă adoptată în analiza lui Clower este că cheltuielile se efectuează întotdeauna ulterior realizării veniturilor, ceea ce înseamnă că agenții economici nu încearcă niciodată să-şi sincronizeze încasările şi plățile.

Pentru a depăşi această limită, J. Grandmont şi Y. Younes[1] rescriu constrângerea bugetară în următoarea formă:

$$\begin{aligned} & y^{+} \leq m + k \cdot y \\ & 0 \leq k \leq 1 \end{aligned} \tag{45}$$

Relația (45) exprimă faptul că o parte din cererea netă de bunuri şi servicii, aferentă perioadei de referință, este finanțată prin încasările rezultate din oferta netă de bunuri şi servicii a aceleiaşi perioade.

O altă ipoteză restrictivă provine din modul atemporal în care Clower prezintă procesul de formare a cererii de monedă. Căci, această prezentare nu reflectă succesiunea diverselor intervale de timp.

De aceea, M. Lorie[2] exprimă constrângerea bugetară printr-o funcție discretă, care s-a dovedit deosebit de folositoare atât pentru disocierea mărimilor *ex-ante* şi *ex-post* implicate, cât şi pentru reflectarea modului în care perioadele se înlănțuie una cu alta:

$$(\alpha) \quad y^{+}(t) + m_2(t) - \overline{m}_1 + \overline{m}_2 = 0 \tag{46}$$

$$(\beta) \quad y^{-}(t) + m_1(t) = 0 \tag{47}$$

$$(\gamma) \quad y^{+}(t+1) + m_2(t+1) = m_2(t) + m_1(t) \tag{48}$$

$$m_2(t) \geq 0$$

$$m_2(t+1) \geq 0$$

Ideea că disponibilitățile băneşti de la sfârşitul unei perioade, $m_2(t) + m_1(t)$, determină constrângerea bugetară a perioadei următoare este reflectată mai ales de relația (48).

În fine, lui Clower i se reproşează că nu ia în considerare existența pieței titlurilor, ceea ce înseamnă că neglijează influența creditului, care poate modifica serios constrângerea bugetară în chiar interiorul perioadei de referință.

---

[1] — Op. cit.

[2] — Op. cit.

De aceea, S. Tsiang[1] a propus includerea factorului „credit" prin aşa-numita „constrângere de prefinanţare". Conform acestui autor, un individ dispune la începutul perioadei de un anumit portofoliu de titluri, $\overline{a}$; finanţarea cererii sale excedentare pozitive, y^+, este asigurată, deci, nu numai de stocul său iniţial de monedă, $\overline{m}$, ci şi de moneda obţinută prin vânzarea titlurilor.

Fie b cererea excedentară de titluri, pozitivă sau negativă; se presupune, deci, că există relaţia: $(b = a - \overline{a})$, unde a este stocul de titluri deţinute la sfârşitul perioadei.

„Constrângerea de prefinanţare" se scrie atunci ca mai jos:

$$y^+ = \overline{m} + (a - \overline{a}) \tag{49}$$

$$y^+ = \overline{m} - b \tag{50}$$

$$y^+ + b - \overline{m} = 0 \tag{51}$$

Admiţând existenţa, la sfârşitul perioadei, a unor disponibilităţi băneşti constituite din motivul precauţiunii, m_2, relaţia (49) devine:

$$y^+ + m_2 + b - \overline{m} = 0 \tag{52}$$

Se observă că, din punct de vedere formal, „constrângerea de prefinanţare" se deosebeşte de „constrângerea de finanţare" doar prin prezenţa titlurilor. Cu toate acestea, între cele două concepţii există şi unele deosebiri de fond.

În primul rând, considerarea de către Tsiang a capacităţii de finanţare asociate portofoliului de titluri implică o concepţie secvenţială asupra economiei, dimensiune absentă la Clower, în viziunea căruia agenţii economici recurg la piaţa financiară înainte de a accesa piaţa bunurilor şi serviciilor. În al doilea rând, deşi Tsiang defineşte mărimea m_2 ca fiind cererea de monedă din motivul precauţiei, el interpretează mărimea simetrică m_1 ca find cererea de monedă din motivul tranzacţiilor. Or, aceasta înseamnă că deşi are în vedere vânzarea de titluri ca mijloc de procurare a monedei, noţiunea de „constrângere de prefinanţare" revine la noţiunea de „constrângere de finanţare", introdusă de Clower.

În modul acesta, se relevă principala limită a raţionamentelor de acest gen: ambiguitatea noţiunii de „cerere de monedă" întemeiată pe conceptul de „constrângere bugetară".

---

[1] — Op. cit.

3.1.2. Constrângerea bugetară şi cererea de monedă

Pornind de la constatarea dualităţii noţiunii de „constrângere bugetară", D. Tucker[1] ajunge la concluzia că noţiunea de „cerere de monedă" este şi ea ambiguă şi arbitrară, ceea ce face ca utilitatea sa pentru studiul fenomenelor monetare care au loc pe termen scurt să fie foarte limitată. Adevărul este că cea ce pune în cauză amintita dualitate nu este utilitatea noţiunii generale de „cerere de monedă", ci modul de definire restrictiv al acestei noţiuni în descrierile „constrângerii bugetare" prezentate mai sus. Iar acest mod definire restrictiv este determinat, la rândul său, de caracteristicile extrem de particulare ale tipului de „economie monetară" avut în vedere de R. Clower.

Într-adevăr, definiţia dată de Clower „economiei monetare" are avantajul metodologic că permite dezagregarea economiei în atâtea pieţe câte bunuri există şi descrierea ecchilibrului fiecărei pieţe prin ecuaţii de cerere şi de ofertă construite în mod convenabil[2]. Această descompunere are însă două dezavantaje. În primul rând, în modul acesta, se estompează faptul că o piaţă este înainte de toate o confruntare între o cantitate dintr-un anumit bun care se oferă spre vânzare şi o cantitate din bunul respectiv care se cere a fi cumpărată. În urma operaţiunii respective, schimbul „monedă — monedă" apare ca fiind redutant, iar, ca urmare, se poate considera că moneda nu are o piaţă a sa proprie, pe care să se manifeste o cerere şi o ofertă cu determinări specifice. Altfel spus, se poate considera că cererea de monedă rezultă automat din oferta de bunuri, iar oferta de monedă, din cererea de bunri.

În ceeea ce îl priveşte, R. Clower procedează exact în acest mod, în sensul că transpune echivalenţa contabilă „monedă — bunuri" în termeni de „cerere — ofertă", ceea ce îi permite să afirme că oferta de monedă a unui individ nu este altceva decât cererea sa de bunuri şi/sau că cererea sa de monedă nu este altceva decât oferta sa de bunuri.

În modul acesta, R. Clower ocultează însă problema creării monedei: cererea de monedă este tratată exclusiv ca o cerere „involuntară", în sensul că se presupune că aceasta se naşte automat din simplul fapt al oferirii de bunuri pe piaţă. Într-adevăr, dacă se face abstracţie de crearea de monedă nouă şi de necesarul suplimentar de monedă al economiei pe care noua emisiune

---

[1] — Tucker D., *Macrodynamic Models and the Demand for Money under Market Disequilibriumness*, Journal of Money, Credit and Banking, February, 1971.

[2] — A se vedea cap. IV §2.3.2 *supra*.

monetară îl satisface, rămâne doar că cererea de monedă este perfect simetrică cu oferta de bunuri şi că manifestarea vizibilă a celei din urmă înseamnă totodată exprimarea implicită a celei dintâi.

Ideea caracterului „involuntar" al cererii de monedă nu este nici ea nouă, fiind exprimată, de exemplu, de J. Hicks[1]. Totuşi, în forma în care este enunţată de Clower, această idee este dusă la ultimele sale consecinţe. În această forma „tare", ideea nu poate fi acceptată, deoarece este rezultatul asimilării forţate a monedei „utilizate" de agenţii economici cu moneda „deţinută" de aceştia. Or, deşi este adevărat că tehnologia monetară a tranzacţiilor impune echivalenţa între cantitatea de monedă utilizată şi cantitatea de bunuri tranzacţionate pe piaţă, această echivalenţă nu implică nici o egalitate cu cantitatea de monedă deţinută de agenţii economici în scopul tranzacţiilor. Aceasta din urmă depinde de imaginea pe care indivizii şi-o fac despre cheltuielile pe care le vor efectua în viitor, viziune care depinde de aceiaşi factori comportamentali ca şi viteza de circulaţie a monedei.

La urma urmelor, ambiguitatea provine din faptul că cererea de monedă nu este concepută aici ca o cantitate de monedă ce se doreşte a fi deţinută de agenţii economici, la începutul sau la sfârşitul perioadei, ci într-o manieră mult mai restrictivă, ca rezultat automat al ofertei de bunuri şi servicii. O asemenea modalitate de definire ar fi de înţeles în cadrul unei abordări patrimoniale a monedei, însă este surprinzătoare la un autor ca R. Clower, care îşi propune să redea în mod explicit rolul monedei de mijloc de schimb. Şi chiar şi cererea de monedă în vederea tranzacţiilor definită în maniera lui S. Tsiang, la care această mărime este egală cu disponibilităţile monetare prealabile, m_{01}, necesare pentru finanţarea cererii excedentare pozitive de bunuri din cadrul perioadei de referinţă, y^+, este o cantitate de monedă disponibilă la începutul perioadei, având, deci, natura unei cerinţe prealabile, nu a unei preferinţe *ex ante*.

Eroarea este asemănătoare cu cea comisă de însuşi Keynes, care, după cum arată A. Leinjonhufvud[2], a confundat şi el economiile „disponibile" cu economiile *ex ante*. Or, o mărime *ex ante* este o mărime care rezultă dintr-o evaluare prospectivă, efectuată pentru perioada de referinţă, nu o mărime care este disponibilă la începutul acestei perioade.

---

[1] — Hicks J., *Critical Essays in Monetary Theory*, ed.cit., p. 11-12.

[2] — Leinjonhufvud A., *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes: A Study in Monetary Theory*, Oxford University Press, Londres, 1968.

În ceea ce îl priveşte, S. Tsiang este conştient de această deosebire, însă consideră că disponibilităţile băneşti prealabile pot face, la rândul lor, obiectul unei evaluări prospective, ceea ce îl determină şi pe el să reducă cererea de monedă în vederea tranzacţiilor la aceste disponibilităţi prealabile, în loc să calculeze un stoc mediu al perioadei. Procedând în modul acesta, S. Tsiang comite însă aceiaşi eroare ca şi D. Ricardo (M=PT), iar aceasta, în pofida faptului că eroarea respectivă a fost între timp semnalată şi corectată de I. Fisher (*MV=PT*).

În definitiv, deşi ideea că, într-o „economie monetară", moneda constituie contrapartea necesară în orice tranzacţie, exprimată formal prin impunerea unei „constrângeri monetare (bugetare)" procesului de schimb, este cât se poate de adevărată şi extrem de utilă într-o serie de aplicaţii, noţiunea de „cerere de monedă" definită pe această bază este prea limitată. În consecinţă, procedeul respectiv este insuficient pentru a fundamenta la modul general noţiunea de „cerere de monedă în vederea tranzacţiilor". Această insuficienţă poate fi însă depăşită prin analiza keynesiană a motivului finanţării, care şi ea a fost reluată şi dezvoltată de unii autori contemporani.

3.1.3 Motivul finanţării şi cererea tranzacţională

După apariţia *„Teoriei generale ..."*, analiza keynesiană a preferinţei pentru lichiditate a făcut obiectul a numeroase critici, dintre care cele mai multe au fost exprimate în articolele apărute în cunoscuta revistă britanică *Economic Journal*.

Una dintre aceste critici a fost cea formulată de B. Ohlin[1], după care teza teoriei preferinţei pentru lichiditate, care spune că nivelul ratei dobânzii este independent de fluxul de economii (plasate) şi de investiţii, este greu de admis.

Răspunsul lui Keynes a fost acceptarea argumentaţiei economistului suedez şi modificarea propriei analize a cererii de monedă, astfel încât să includă un nou motiv al preferinţei pentru lichiditate: motivul finanţării.

Astfel, în două articole apărute în anul 1937, Keynes arată că nivelul ratei dobânzii poate fi influenţat de modificarea cererii de monedă determinată de variaţia investiţiilor[2]. Ca urmare, el precizează că creşterea exogenă a fluxului

[1] — Ohlin B., *The Stockholm Theory of Saving and Investment*, Economic Journal, 1937.

[2] — Keynes J. M., *Alternative Theories of the Rate of Interest*, Economic Journal, June, 1937; *The Ex-ante Theory of the Rate of Interest*, Economic Journal, December, 1937.

de investiții provoacă o „cerere de monedă în vederea tranzacțiilor" (*finance motive*), care se adaugă la motivele preferinței pentru lichiditate descrise în *„Teoria generală ..."*.

Această cerere adițională deplasează curba preferinței pentru lichiditate, modificând, astfel, nivelul de echilibru al ratei dobânzii. Însă, dincolo de o mai bună explicare a mecanismului de formare a ratei dobânzii, luarea în considerare a motivului finanțării permite integrarea raționamentelor pe care se bazează conceptul de „constrângere bugetară" într-o veritabilă analiză a cererii de monedă. Şi, după cum arată Keynes în articolele citate din anul 1937, această interpretare constituie desăvârşirea teoriei sale a preferinței pentru lichiditate.

Pornind de la aceste considerațiuni, P. Davidson[1] exprimă „cererea de monedă din motivul finanțării" astfel:

$$\Delta M_c = k \cdot \Delta I \tag{53}$$

unde:

ΔM_c - variația cererii de monedă din motivul finanțării;

ΔI — variația fluxului de investiții;

k — coeficient care poate fi determinat statistic.

Se observă că, potrivit relației (53), cererea de monedă adițională, ΔM_c, necesară pentru finanțarea noilor proiecte de investiții, ΔI, nu este egală cu volumul fluxurilor de investiții respective, ca în cazul „constrângerii bugetare" tradiționale, ci reprezintă doar o fracțiune, k. Explicația rezidă în faptul că cererea de monedă este definită aici, în mod corect, ca fiind disponibilitățile băneşti medii ale unei perioade date. Această cerere de monedă adițională corespunde unei capacități de finanțare $\Delta M_c / k$ sau $\Delta M_c \cdot v$. Spre deosebire de aceasta, a pune $\Delta M_c = \Delta I$, înseamnă a considera că viteza de circulație a monedei este nulă.

Pe această bază, P. Davidson construieşte o ecuație a „cererii de monedă din motivul tranzacțiilor" în care variabila-argument este cererea totală de bunuri şi servicii:

---

[1] — Davidson P., *Why Money Matters: Lessons from A Half-Century of Monetary Theory*, Journal of Post-Keynesian Economy, 1(1), 1978.

$$M_c = k_1 \cdot C + k_2 \cdot I \tag{54}$$

sau:

$$M_c = k(C + I) \tag{55}$$

Deşi simplă, ecuaţia (55) are proprietăţi remarcabile. Astfel, pe lângă faptul că exprimă în mod riguros ideea că există un motiv al finanţării, această ecuaţie permite descrierea modului de formare a cererii de monedă în cazul în care piaţa bunurilor şi serviciilor este dezechilibrată. Într-adevăr, în cazul particular în care avem: $Y = C + I$, ecuaţia (55) revine la funcţia marshalliană a cererii de monedă: $M_c = k \cdot Y$. Însă, în caz de dezechilibru, cererea de monedă nu mai este legată direct de nivelul venitului global. Căci, după cum demonstrează P. Davidson, în cazul respectiv, relaţia (55) devine o funcţie de funcţii (funcţională[1]), a cărei formă este:

$$\frac{dM}{dY} = \frac{dM}{dD} \cdot \frac{dD}{dY} \tag{56}$$

unde, pe lângă notaţiile anterioare:

D — cererea globală.

Această caracteristică permite delimitarea, pe de o parte, a stocurilor de monedă deţinute din motivul finanţării, iar pe de altă parte, a stocurilor de monedă deţinute din motivul tranzacţiilor, care sunt legate în mod direct de nivelul venitului. Astfel, presupunând că cererea globală de bunuri şi servicii se exprimă prin cunoscuta ecuaţie keynesiană:

$$C = C_0 + cY \tag{57}$$

şi:

$$I = I_0 - d \cdot i \tag{58}$$

unde:

C_0 — consumul autonom;

I_0 — investiţiile autonome;

---

[1] — *Dicţionar de matematică şi cibernetică în economie*, Ed. ştiinţifică şi enciclopedică, Bucureşti, 1979, p. 29-30.

BCU ASICENTRALA UNIVERSITARA LIBRARY

i — rata dobânzii;

c, d — parametrii constanți.

cererea de monedă în vederea tranzacțiilor se poate scrie astfel:

$$M_c = k(C + I) = k \cdot c \cdot Y + k \cdot C_0 + k \cdot I_0 - k \cdot d \cdot i \tag{59}$$

Relația (59) arată că o creştere a venitului global, Y, determină creşterea cererii de monedă în vederea tranzacțiilor prin intermediul termenului ($k \cdot c \cdot Y$) (legătură direct proporțională). Lucrurile nu stau însă la fel în cazul cererii de monedă din motivul finanțării, deoarece variația acesteia din urmă componente corespunde nu unei deplasări de-a lungul curbei care leagă mărimile M_c şi Y, ci unei modificări a poziției curbei respective. Altfel spus, motivul finanțării priveşte doar variațiile autonome ale cererii de bunuri şi servicii, adică acele variații care nu depind de nivelul venitului global.

Însă, proprietatea cea mai interesantă a funcției cererii de monedă propuse de P. Davidson este capacitatea acesteia de a oferi o explicație inteligibilă — diferită de cea bazată pe motivul speculației — legăturii inverse, observabile empiric, între cantitatea de monedă deținută de agenții economici şi rata dobânzii. Pentru aceasta, este suficient ca cererea globală de bunuri şi servicii să fie pusă ea însăşi în legătură inversă cu rata dobânzii, ceea ce face să nu mai fie necesară justificarea legăturii amintite prin raționamentele bazate pe funcția monedei de rezervă de valoare — în sensul tare al termenului. În modul acesta, abordarea tranzacțională permite interpretarea observațiilor empirice cu privire la relațiile dintre disponibilitățile băneşti şi rata dobânzii, constituind, deci, o alternativă teoretică valabilă la abordarea patrimonială.

3.2 Factorii cererii de monedă în vederea tranzacțiilor

Raționalitatea cererii de monedă în vederea tranzacțiilor ține de tendința obiectivă a agenților economici de a-şi minimiza costurile comerciale. După cum am arătat, aceste costuri cuprind costurile de informare şi costurile de

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

tranzacționare, iar agenții economici au tendința naturală de a încerca să reducă ambele categorii de costuri menționate[1].

Deşi delimitarea conceptuală a celor două genuri de costuri este destul de uşoară, exprimarea lor ecuațională este dificilă; aceasta din cauza numeroaselor elemente de cost care intervin şi a faptului că unele dintre elementele respective nu pot fi cuantificate. În literatură, se consideră că, de regulă, costurile de informare afectează timpul disponibil al agenților economici, iar costurile de tranzacționare, resursele lor pecuniare.

3.2.1. Costurile de informare

După cum am arătat în cap. II *supra*, reducerea costurilor de informare care grevează schimbul de mărfuri constituie unul din factorii esențiali care au determinat trecerea de la „troc" la „economia monetară". Aceste costuri reflectă consumul de timp pe care îl suportă, în mod inevitabil, un agent economic care doreşte să efectueze o anumită tranzacție. Or, în măsura în care existența unor disponibilități băneşti permite limitarea acestei perioade de timp de tranzacționare, este posibilă determinarea unui stoc de monedă optim.

În esență, această operațiune de optimizare constituie o aplicație a principiilor teoriei alocării timpului elaborată de G. Becker[2] şi dezvoltată apoi de o serie de autori, cum ar fi, J. Saving[3], D. Dutton şi W. Gramm[4] etc.

Într-o societate modernă, timpul de care dispune un individ poate fi împărțit în trei părți: timp de muncă, timp liber şi timp de efectuare a diverselor genuri de tranzacții (cumpărături, operațiuni bancare, bursiere etc.). La o durată a timpului de muncă dată, cu cât timpul de efectuare a tranzacțiilor (costul de informare) este mai mare, cu atât timpul liber este mai mic. Invers, reducerea costului de informare determină creşterea timpului liber.

Existența disponibilităților băneşti reduce costurile de informare şi, deci, sporeşte timpul liber. Or, timpul liber poate fi considerat ca făcând el însuşi

---

[1] — A se vedea cap.II & 1.1 *supra*.

[2] — Becker G., *A Theory of the Allocation of Time*, Economic Journal, September, 1965.
Un element important al acestei teorii este impactul salariilor reale asupra „valorii timpului" şi, deci, asupra costurilor producției domestice, cum ar fi educația copiilor.

[3] — Saving J., *Transaction Costs and The Demand for Money*, American Economic Review, June, 1971.

[4] — Dutton D., Gramm W., *Transaction Costs, Wages Rates and the Demand for Money*, The American Economic Review, 63, 4 (Sep., 1973), p. 652-665.

obiectul unui consum particular, iar, în această calitate, poate fi introdus ca argument în funcțiile de utilitate ale indivizilor, unde apare ca o variabilă „proxi" a monedei.

Pentru a demonstra această afirmație, să notăm cu U funcția de utilitate a unui individ:

$$U = U(c_i, I) \qquad i = 1,\ldots,n \tag{60}$$

unde:

U — funcție de utilitate, care satisface condițiile obișnuite de continuitate, diferențiabilitate şi concavitate;

c_i — indicele de consum al bunului i, exprimat ca raport între consumul bunului respectiv de către individul considerat şi consumul total al aceluiaşi bun;

I — indicele de consum al timpului liber, exprimat ca raport între timpul liber şi timpul total al individului considerat, în perioada de referință.

Indivizii încearcă să maximizeze această funcție de utilitate, în condițiile satisfacerii a două restricții: una referitoare la venit, iar alta referitoare la timp.

1) Constrângerea referitoare la venit este similară cu constrângerea bugetară, discutată în paragraful anterior. Într-adevăr, agentul dispune, la începutul perioadei, de un anumit venit, pe care încercă să îl repartizeze cât mai bine între diverse consumuri posibile.

Valoarea consumurilor sale este determinată pe baza unui sistem de prețuri date, p_i, exprimate în funcție de un etalon oarecare, j, al cărui preț este presupus egal cu unitatea: $i, j=1,\ldots,n$, $p_j=1$.

În ceea ce priveşte valoarea consumului de timp liber, aceasta este estimată prin costul deținerii monedei, având în vedere amintita legătură între deținerea de monedă şi timpul liber. Acest cost de deținere a monedei este, de fapt, un „cost al opțiunii" (*oportunity cost*); în absența inflației, el este egal cu randamentul pe care individul l-ar putea obține deținând în loc de monedă active mai rentabile.

Sintetizând aceste active prin noțiunea de „capital" şi notând cu r randamentul capitalului, iar cu m cantitatea de monedă deținută în perioada de referință, constrângerea-venit poate fi scrisă astfel:

$$y \geq \sum_{i=1}^{n} p_i \cdot c_i + r \cdot m \tag{61}$$

Venitul poate fi exprimat în forma:

$$y = w \cdot t + r \cdot \overline{K} \tag{62}$$

unde:

w — rata salariului pe unitatea de timp;

t — proporția timpului de muncă în totalul duratei perioadei de referință;

$\overline{K}$ - stocul de capital deținut.

Ca urmare, constrângerea — venit devine:

$$w \cdot t + r \cdot \overline{K} \geq \sum_{i=1}^{n} p_i \cdot c_i + r \cdot m \tag{63}$$

sau:

$$w \cdot t + r\left(\overline{K} - m\right) \geq \sum_{i=1}^{n} p_i \cdot c_i \tag{64}$$

2) Constrângerea referitoare la timp este dată de relația:

$$t + l + h \leq 1 \tag{65}$$

Relația (65) exprimă faptul că individul îşi împarte timpul disponibil în timp de muncă, t, timp liber, l, şi timp de tranzacționare, h; aceste intervale de timp sunt exprimate ca procente din durata perioadei de referință.

Timpul de tranzacționare, h, este presupus ca fiind direct proporțional cu numărul tranzacțiilor efectuate, ($\sum p_i c_i$), şi invers proporțional cu cantitatea de monedă deținută, m, conform relației:

$$h = h_0 \cdot \frac{\sum_{i=1}^{n} p_i \cdot c_i}{m} \tag{66}$$

h_0=constant.

BCU IAŞI - CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

În final, problema de optim se formulează astfel:

$$\begin{cases} MaxU(c_i, I) \\ w \cdot t + r \cdot (\overline{K} - m) \geq \sum_{i=1}^{n} p_i \cdot c_i \\ t + l + h \leq 1 \end{cases} \quad (67)$$

unde numărul necunoscutelor este: n+3 (n indici de consum, plus l, t şi m, care condiționează pe h).

Maximul funcției U se obține prin maximizarea formei Lagrange $L(c_i, l, t, m, \lambda, \mu)$:

$$L = u(c_i, l) + \lambda\left[\sum p_i \cdot c_i - w \cdot t - r(\overline{K} - m)\right] + \mu(t + l + h - 1) \quad (68)$$

unde λ şi μ sunt multiplicatori Lagrange.

Alocarea optimă de venituri şi de timp se determină prin derivarea funcției (68) în raport de necunoscutele $(c_i, l, t, m, \lambda, \mu)$ şi anularea derivatelor parțiale respective.

Rezultă următorul sistem:

$$\begin{cases} \frac{\partial L}{\partial c_i} = \frac{\partial U}{\partial c_i} + \lambda \cdot p_i + \mu \cdot \frac{\partial h}{\partial c_i} = 0; i = 1, \ldots, n & (69) \\ \frac{\partial L}{\partial I} = \frac{\partial U}{\partial I} + \mu = 0 & (70) \\ \frac{\partial L}{\partial t} = -\lambda \cdot w + \mu = 0 & (71) \\ \frac{\partial L}{\partial m} = \lambda \cdot r + \mu \cdot \frac{\partial h}{\partial m} = 0 & (72) \\ \frac{\partial L}{\partial \lambda} = \sum p_i \cdot c_i - w \cdot t - r(\overline{K} - m) = 0 & (73) \\ \frac{\partial L}{\partial \mu} = t + l + h - 1 = 0 & (74) \end{cases}$$

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Acest sistem cuprinde $n+5$ ecuații, dintre care n de tipul (69) şi $n+5$ necunoscute: $n+3$ mărimi necunoscute inițiale plus cei doi multiplicatori Lagrange, λ şi μ. Sistemul este, deci, matematic determinat şi poate fi rezolvat.

Mai importantă însă decât rezolvarea sistemului este interpretarea acestuia. Astfel, din ecuația (70), rezultă: $\mu = -\partial U / \partial I$, ceea ce permite interpretarea multiplicatorului μ ca fiind utilitatea marginală a timpului liber.

Similar, din ecuația (71), rezultă: $w = \mu / \lambda$, ceea ce permite interpretarea parametrului λ ca fiind utilitatea marginală a venitului.

Cererea de monedă se deduce din ecuația (72); într-adevăr, deoarece: $h = h_0 \cdot \frac{\sum p_i \cdot c_i}{m}$, rezultă:

$$\frac{\partial h}{\partial m} = -\frac{h_0 \cdot \sum p_i \cdot c_i}{m^2} \tag{75}$$

iar ecuația (72) devine:

$$\frac{\partial L}{\partial m} = \lambda \cdot r - \mu \cdot \frac{h_0 \cdot \sum p_i \cdot c_i}{m^2} = 0 \tag{76}$$

De aici rezultă:

$$m^2 = \frac{\mu \cdot h_0 \cdot \sum p_i \cdot c_i}{\lambda \cdot r} \tag{77}$$

Deoarece: $\mu / \lambda = w$, nivelul optim al cererii de monedă în vederea tranzacțiilor va fi:

$$m = \sqrt{\frac{w}{r} \cdot h_0 \cdot \sum p_i \cdot c_i} \tag{78}$$

Funcția cererii de monedă (78) prezintă trei avantaje. În primul rând, ea exprimă legătura inversă care există între cererea de monedă, m, şi rata dobânzii, r, constituind o explicație independentă a a acestei legături. În al doilea rând, ecuația respectivă arată — la fel ca analiza lui Davidson — că cererea de monedă este legată de cererea de bunuri, ($\sum p_i \cdot c_i$), care, la rândul

BCU "ASIC CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

său, poate fi o cerere de echilibru de tip walrasian sau o cerere de dezechilibru. În fine, ecuația (78) relevă atât rolul tranzacțional al monedei, cât şi comportamentul rațional al indivizilor, permițând astfel depăşirea caracterului mecanic al coeficientului *k* marshallian.

Cu toate acestea, demersul prezentat mai sus prezintă şi unele limite. Prima ține de maniera destul de simplistă de stabilire a amintitei legături inverse dintre deținerile de monedă şi timpul liber. Căci, după cum arată M. Perlman[1], deținerea unei cantități de monedă mai mari poate să însemne, dimpotrivă, o creştere a timpului de lucru şi, deci, o reducere a timpului liber. A doua limită ține de însuşi conținutul noțiunii de „economie monetară": prin însuşi modul de definire a acesteia, se presupune că apariția monedei determină reducerea celei mai mari părți a costurilor de informare implicate de troc. Cu alte cuvinte, deoarece trocul este separat în două acte — vânzare şi cumpărare —, în „economia monetară" nu subzistă decât cel mult costurile realizării dublei coincidențe a voințelor în ceea ce priveşte obiectul şi momentul schimbului.

Într-o asemenea economie, în condiții de echilibru, nu există, deci, nici un fel de costuri de informare; costuri de acest gen există doar în condiții de dezechilibru, deoarece, în acest caz, prețul de echilibru este, într-adevăr, mai greu de cunoscut.

Prin faptul că permit indivizilor să aştepte, disponibilitățile băneşti reduc inconvenientele pe care le provoacă distorsiunile de prețuri; aceste disponibilități crează deținătorilor posibilitatea să prospecteze mai bine piața şi să-şi îmbunătățească cunoştințele cu privire la prețurile de echilibru[2].

Aceste costuri sunt însă mai uşor de relevat în termeni de consum de resurse, decât în termeni de consum de timp, de unde necesitatea unei abordări complementare.

3.2.2. Costurile de tranzacționare

Ideea că cererea de monedă în vederea tranzacțiilor este influențată de costurile de tranzacționare a fost enunțată în anii '50 ai secolului trecut de către

---

[1] — Perlman M., op. cit.

[2] — Capacitatea monedei de a reduce costurile de informare a fost analizată îndeosebi de K. Brunner şi A. Meltzer (*The Uses of Money: Money in the Theory of Exchange Economy*, ed. cit.), precum şi de J. Ostroy (*The Informational Efficiency of Monetary Exchange*, American Economic Review, September, 1973).

W. Baumol[1] şi J. Tobin[2]. Într-o perioadă în care abordarea patrimonială era la apogeu, aceşti autori au meritul de a fi demonstrat că abordarea tranzacțională permite stabilirea unei legături raționale între cererea de monedă şi rata dobânzii.

Analiza Baumol — Tobin se bazează pe luarea în considerare a costurilor de tranzacționare implicate de schimbul „monedă-titluri". Deşi a fost preluată şi dezvoltată de numeroşi alți autori, analiza respectivă rămâne totuşi destul de particulară, deoarece, cu toate că țin seama de costurile de preschimbare a monedei pe titluri — şi invers, demersurile de tip Baumol-Tobin neglijează costurile implicate de schimbul „monedă-bunuri".

În ceea ce priveşte schimbul „monedă-titluri", în ipoteza că nu ar exista costuri de tranzacționare, indivizii ar fi avantajați să dețină mai degrabă titluri decât monedă, deoarece titlurile au un randament mai ridicat. Pur şi simplu, titlurile respective ar fi lichidate în momentul în care apar cheltuieli de efectuat, iar, ca urmare, nu ar fi necesar ca indivizii să dețină monedă în vederea tranzacțiilor, finanțarea acestora realizându-se „bucată cu bucată". În ipoteza că schimbul „monedă-titluri" implică însă anumite costuri, un asemenea comportament nu se mai justifică, deoarece randamentul adus de titluri poate fi anhilat de costurile de tranzacționare, care sunt cu atât mai mari, cu cât creşte numărul operațiunilor de preschimbare.

Analiza Baumol-Tobin îşi propune să determine cererea de monedă care maximizează venitul agenților, în condițiile în care volumul cheltuielilor ce urmează a fi efectuate de aceştia, rata dobânzii şi costul monetar al tranzacțiilor sunt date. Analiza respectivă constituie, deci, un corolar al teoriei moderne a portofoliului.

Să presupunem că un individ dispune, în perioada de referință, de un anumit venit, y, pe care îl utilizează pentru efectuarea cheltuielilor sale. Să mai admitem că acest venitul provine exclusiv din titlurile pe care individul le deține, care îi aduc o dobândă r; venitul y reprezintă, aşadar, randamentul titlurilor, şi anume sub forma unei mărimi nete, calculate prin scăderea costurilor de tranzacționare aferente. În fine, să mai admitem că cheltuielile perioadei sunt efectuate în mod regulat şi continuu.

---

[1] — Baumol W., *The Transactions Demand for Cash — An Inventory Theoretic Approach*, Quarterly Journal of Economics, November, 1952.

[2] — Tobin J., *Liquidity Preference as Behaviour Towards Risk*, ed. cit.

În aceste condiții, individul dispune de o avere medie egală cu $y/2$, pe care o deține parțial sub formă de titluri şi parțial sub formă de monedă, m. Decizia de alocare respectivă este luată astfel încât să se maximizeze câştigurile financiare sau, ceea ce revine însă la acelaşi lucru, să minimizeze costurile de tranzacționare „monedă-titluri".

Să notăm cu a costul de preschimbare „monedă-titluri" şi să presupunem că acestea sunt independente de valoare tranzacției.

Ca urmare, se poate considera că decizia amintită urmăreşte maximizarea următoarei funcții de randament:

$$r \cdot \frac{y}{2} - \left[r \cdot m + a \cdot \frac{y}{2m} \right] \tag{79}$$

unde:

$r \cdot \frac{y}{2}$ — randamentul financiar pe care individul îl obține în cazul în care nu deține monedă;

$r \cdot m$ — „costul opțiunii" (*oportunity cost*) aferent deținerii de monedă;

$a \cdot \frac{y}{2m}$ — costul global al tranzacțiilor aferent unui număr de tranzacții egal cu $\frac{y}{2m}$.

Pentru a maximiza acest randament, este suficient ca individul să minimizeze costul de deținere a monedei, care este egal cu expresia dintre parantezele drepte. Nivelul minim al acestui cost se obține prin derivarea funcției (79) în raport cu variabila m şi anularea derivatei respective:

$$r - \frac{a \cdot y}{2 \cdot m^2} = 0 \tag{80}$$

$$m = \sqrt{\frac{ay}{2r}} \tag{81}$$

Relația (81), cunoscută în literatură sub denumirea de „formula rădăcinii pătrate", arată că între cantitatea de monedă deținută de agenții economici şi rata dobânzii există o legătură inversă; de asemenea, ea arată că între cantitatea

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

de monedă deținută și venitul alocat pentru cheltuieli există o legătură directă, a cărei elasticitate este 1/2.

După cum am mai menționat, testele econometrice efectuate pe baza ecuației cantitative clasice indică o elasticitate a legăturii respective aproape egală cu unitatea. Se relevă, astfel, că analiza Baumol-Tobin se bazează pe ipoteze foarte „tari", ceea ce face dificilă verificarea sa econometrică. De aceea, o serie de autori și-au propus să sporească validitatea acestei analize prin renunțarea la unele dintre ipotezele sale restrictive și construirea unui model mai general.

Asfel, pentru generalizarea „formulei rădăcinii pătrate", au fost adoptate următoarele ipoteze:

a) fenomenul se repetă în mod identic de la o perioadă de timp la alta;

b) intervalele de timp între momentele în care se realizează veniturile sunt egale;

c) cheltuielile care urmează a fi efectuate sunt cunoscute cu certitudine și corespund unui număr infinit de tranzacții „monedă-bunuri", realizate în mod regulat.

Se observă că ipotezele menționate se referă la structura temporală a cheltuielilor și că aceste ipoteze sunt de natură să confere analizei un caracter determinist.

Problema este că ipotezele respective pot fi acceptate fără prea mari rezerve în cazul gospodăriilor populației și, în particular, al salariaților, însă sunt mai puțin compatibile cu evoluția aleatoare a încasărilor și plăților intreprinderilor.

De aceea, M. Miller și D. Orr[1] și-au propus să depășească acest cadru determinist și să explice variațiile aleatoare ale disponibilităților bănești printr-un proces stohastic, în care probabilitatea efecturii unei plăți este presupusă egală cu probabilitatea realizării unei încasări.

În acest nou cadru, cererea optimă de monedă este dată de relația:

$$m = \frac{4}{3}\left[\frac{3a \cdot \sigma^2}{2 \cdot r}\right]^{\frac{1}{3}} \tag{82}$$

unde:

---

[1] — Miller M., Orr D., *A Model of the Demand for Money by Firms*, Quarterly Journal of Economics, 80, 1966; *The Demand for Money by Firms: Extension of Analitycal Results*, Journal of Finance, December, 1968.

σ^2 — abaterea medie pătratică a variațiilor disponibilităților băneşti produse în interiorul perioadei.

Rezultă că în cazul în care structura cheltuielilor este incertă, repartiția de probabilitate a variațiilor stocului de monedă poate fi tratată ca un element care caracterizează un proces stohastic. După cum se ştie, un asemenea proces poate fi descris printr-o funcție de repartiție (de probabilitate) a unei variabile aleatoare continue, X, cu densitatea de probabilitate p_x, a cărei formă generală este[1]: $F_X(x) = \int_{-\infty}^{x} p_X(u)du$.

Asfel, unii autori, cum ar fi, S. Tsiang[2], G. Eppen şi E. Fama[3] etc., au construit modele stohastice generale, în care rata încasărilor (plăților) variază cu o anumită repartiție de probabilitate în jurul unei medii date. Modelele respective reflectă mai bine realitatea, însă sunt mult prea complexe pentru a putea fi utilizate pe scară largă în practică.

Pe lângă caracterul său determinist, care îi limitează relevanța, analiza Baumol-Tobin este grevată de faptul că se bazează pe o concepție simplistă cu privire la costul de tranzacționare „monedă-titluri". Într-adevăr, costul aferent fiecărei tranzacții este presupus constant şi stabilit independent de valoarea tranzacției. Or, cel puțin în cazul instituțiilor financiare, pare mai corect să se presupună că nivelul costului depinde direct proporțional de volumul tranzacțiilor efectuate. Ca urmare, funcția costului de tranzacționare va cuprinde o componentă fixă şi una proporțională.

După cum demonstrează J. Tobin[4], introducerea într-un cadru determinist a unei funcții a costului de tranzacționare cu două componente determină reducerea nivelului optim al cantității de monedă deținute. La rândul său, R. Barro arată că introducerea într-un cadru stohastic a unei funcții a costului de tranzacționare cu două componente are ca efect creşterea elasticității-venit a

---

[1] — Trebici V. (coord.), *Mică enciclopedie de statistică*, Ed. ştiințifică şi enciclopedică, Bucureşti, 1985, p. 308.

[2] — Tsiang S., *The Precautionary Demand for Money: An Inventory Theoretical Analysis*; Journal of Political Economy, January-February, 1969.

[3] — Eppen G., Fama E., *Cash Balance and Simple Dynamic Portofolio Problems with Proportional Costs*, International Economic Review, June, 1969.

[4] — Tobin J., *Liquidity Preference as Behaviour Towards Risk*, ed. cit.

cererii de monedă[1]. În cazul particular în care funcția costului conține doar componenta strict proporțională, această elasticitate tinde spre unitate[2].

Cu toate acestea, în literatură se consideră că utilizarea unor funcții ale costului de tranzacționare de tip proporțional nu permite evidențierea clară a eficacității monedei în realizarea tranzacțiilor.

Pentru a ține seama de acest aspect, se propun două soluții:

1) integrarea monedei într-o funcție de producție, care să reflecte productivitatea factorului respectiv;

2) construirea unei funcții a costurilor cu caracter general, care să arate eficacitatea monedei în desfășurarea tranzacțiilor „monedă-titluri".

1) Integrarea monedei într-o funcție de producție, construită la nivelul unei firme, a fost propusă, de exemplu, de către U. Ben-Zion[3].

Pe scurt, soluția acestuia este următoarea:

Fie $v = f(x,m)$ funcția de producție a unei intreprinderi, unde, pe lângă notațiile anterioare:

v — vânzările;

x — costurile de producție altele decât costul tranzacțiilor;

m — cantitatea de monedă deținută în vederea tranzacțiilor.

Costul total este dat de relația:

$$C(x,m) = x + r \cdot m + a \cdot \frac{x}{2m} \tag{83}$$

Profitul va fi:

$$\pi(x,m) = f(x,m) - C(x,m) \tag{84}$$

Echilibrul presupune egalitatea între productivitatea marginală a factorului „monedă", m, şi costul marginal calculat în raport de acelaşi factor:

---

1 — Barro R., *Cash Management and the Demand for Money*, Journal of Money, Credit and Banking, February, 1974.

2 — Eppen G., Fama E., op. cit.; Orr D., *Cash Management and the Demand for Money*, Praeger, New York, 1971.

3 — Ben-Zion U., *The Cost of Capital and the Demand for Money by Firms-A Comment*, Journal of Money, Credit and Banking, May, 1974.

$$\frac{\partial f}{\partial m} = C_m \tag{85}$$

Presupunând că funcția de producție este o funcție de tip Cobb-Douglas: $v = m^{\alpha} \cdot x^{1-\alpha}$, situația de echilibru implică:

$$\frac{\alpha \cdot v}{m} = r - \frac{a \cdot x}{2m^2} \tag{86}$$

$$r \cdot m^2 - \alpha \cdot v \cdot m - \frac{a \cdot x}{2} = 0 \tag{87}$$

Stocul optim de monedă este dat de soluția ecuației (87):

$$m = \frac{\alpha \cdot v}{2 \cdot r} + \frac{\sqrt{\alpha^2 \cdot v^2 + 2a \cdot x \cdot r}}{2 \cdot r} \tag{88}$$

Se observă că, dacă se presupune că $\alpha = 0$ (moneda nu participă la procesul de producție), se regăseşte „formula rădăcinii pătrate":

$$m = \sqrt{\frac{a \cdot x}{2 \cdot r}} \tag{89}$$

2) Construirea unei funcții a costurilor cu caracter general, în care o variabilă-argument este „disponibilitățile băneşti" şi a cărei derivată parțială arată eficacitatea monedei în procesul de desfăşurare a tranzacțiilor „monedă-titluri", este o soluție propusă, de exemplu, de J. Saving[1].

Adoptarea acestui demers duce la elaborarea unui model de optimizare a nivelului cererii de monedă care constituie o generalizare a modelului Baumol-Tobin. Aceasta din urmă apare, aşadar, ca un caz particular al abordării printr-o funcție generală a costului de tranzacționare.

Una din dificultățile cu care se confruntă abordarea Baumol-Tobin provine din rezultatele contradictorii la care conduce: rezultatele sunt diferite, după

[1] — Saving J., *Transaction Costs and the Firms's Demand for Money*, Journal of Money, Credit and Banking, February, 1972; *Transactions Costs Functions and the Inventory-Theoretic Approach*, Journal of Money, Credit and Banking, February, 1976

BCU MSIC CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

cum analiza se plasează în perioade de timp discrete sau într-un interval de timp continuu[1]. Astfel, în primul caz, pe măsură ce venitul creşte, cererea de monedă şi cererea de titluri cresc şi ele; în cazul al doilea, pe măsură ce venitul creşte, cererea de monedă creşte, însă cererea de titluri scade.

Într-adevăr, într-o analiză efectuată în perioade de timp distincte, constrângerea bugetară este:

$$m + b = \frac{y}{2} \tag{90}$$

unde, pe lângă notațiile anterioare, b — cererea de titluri.

Având în vedere că:

$$m = \left(\frac{a \cdot y}{2 \cdot r}\right)^{\frac{1}{2}} \tag{91}$$

şi:

$$b = \frac{y}{2} - \left(\frac{a \cdot y}{2 \cdot r}\right)^{\frac{1}{2}} \tag{92}$$

în cazul în care venitul este integral cheltuit, se obține:

$$\frac{dm}{dy} = \frac{1}{2} \cdot \left(\frac{a}{2 \cdot r} \cdot \frac{a \cdot y}{2 \cdot r}\right)^{-\frac{1}{2}} \tag{93}$$

$$\frac{db}{dy} = \frac{1}{2} - \frac{1}{2}\left(\frac{a}{2 \cdot r} \cdot \frac{a \cdot y}{2 \cdot r}\right)^{-\frac{1}{2}} \tag{94}$$

$$\frac{dm}{dy} + \frac{db}{dy} = \frac{1}{2} \tag{95}$$

Din relația (95), rezultă:

---

[1] — Hellwing M., *The Demand for Money and Bonds in Continuous time Model*, Journal of Economic Theory, December, 1975.

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

$$\frac{db}{dy} \geq 0, \text{ dacă } \frac{dm}{dy} \leq \frac{1}{2} \tag{96}$$

În analiza efectuată pe un interval de timp continuu, constrângerea bugetară este:

$$z(t) = m(t) + b(t) \tag{97}$$

unde: $z(t)$, $m(t)$ şi $b(t)$ — stocurile de avere, monedă şi titluri, dependente de venitul curent $y(t)$.

În cazul în care venitul este integral cheltuit, averea nu creşte, adică:

$$\frac{dz}{dy} = 0 \tag{98}$$

de unde se obţine:

$$\frac{dm}{dy} + \frac{db}{dy} = 0 \tag{99}$$

Din relaţia (99), rezultă:

$$\frac{db}{dy} \leq 0, \text{ dacă } \frac{dm}{dy} \geq 0 \tag{100}$$

Contradicţia dintre relaţia (96) şi relaţia (100) provine din modul diferit de formulare a constrângerii bugetare: sub formă de stoc — în primul caz şi sub formă de flux — în cazul al doilea. După cum demonstrează L. Meyer[1], acestă contradicţie poate fi eliminată prin reformularea convenabilă a constrângerii bugetare.

În pofida numeroaselor aprofundări pe care le-a cunoscut, demersul Baumol-Tobin rămâne, aşadar, parţial şi paradoxal. Aceasta, din cauză că deşi explicitează costurile schimbului „monedă-titluri", neglijează costurile

[1] — Meyer L., *The Demand for Money and Bonds in Continuous time Mode: A Comment*, Journal of Economic Theory, June, 1977.

BCU "ASTRA" CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

schimbului „monedă-bunuri". Or, nu există nici un motiv de principiu ca analiza gestionării optime a stocurilor să fie limtată la tranzacțiile „monedă-titluri".

De aceea, M. Perlman[1] a propus integrarea în această analiză şi a costurilor tranzacțiilor „monedă-bunuri". În acest scop, autorul citat construieşte o funcție a costurilor care explicitează atît costul tranzacțiilor „monedă-titluri", cât şi costul tranzacțiilor „monedă-bunuri", pe care o utilizează apoi pentru determinarea simultană a stocurilor optime de monedă, titluri şi bunuri.

Deoarece anterior am prezentat modalitățile de determinare a primelor două genuri de stocuri, în cele ce urmează ne vom referi doar la cel de-al treilea tip. Scopul este şi în acest caz evidențierea raționamentelor specifice demersului respectiv, nu prezentarea tuturor detaliilor tehnice.

Ideea principală este că minimizarea costului de tranzacționare „monedă-bunuri" permite determinarea numărului optim de tranzacții care se efectuează într-o anumită perioadă şi, deci, calculul cantității optime de monedă deținute în vederea tranzacțiilor.

Fie cazul unui individ care realizează, la intervale regulate, un venit monetar y, pe care îl alocă în întregime cheltuielilor pentru cumpărarea de bunuri[2]. Să mai presupunem că, pe parcursul perioadei de referință, cheltuielile sunt efectuate şi ele în mod regulat, sub forma a n tranzacții de aceiaşi valoare.

În aceste condiții, după cum am arătat în &1 *supra*, stocul mediu de monedă activă este:

$$m = \frac{y}{2}\left(\frac{n-1}{n}\right) \qquad (101)$$

Fiecare din cele n tranzacții implică un anumit cost, care poate fi descompus în două componente: costul stocării bunurilor cumpărate şi alte costuri (transport, perisabilități etc.).

a) Costul stocării bunurilor este egal cu costul unitar de stocare, e, înmulțit cu valoarea monetară a bunurilor stocate în perioada de referință. Având în

---

1 — Perlman M., op. cit.

2 — M. Perlman are în vedere exclusiv bunurile durabile, însă E. Feige şi M. Parkin au arătat că raționamentul poate fi extins şi asupra bunurilor de consum nedurabile. (Feige E., Parkin M., *The Optimal Quantity of Money, Bonds, Commody Inventories and Capital*, American Economic Review, June, 1976).

vedere că achizițiile sunt efectuate în mod regulat şi că fiecare aprovizionare are o valoare egală cu $y/2$, valoarea stocului va fi: $y/2n$.

Costul stocării bunurilor este, deci: $e \cdot y/2n$.

b) Alte costuri pot fi asimilate cu echivalentul unei taxe plătite pentru fiecare din cele n tranzacții. Presupunând că nivelul acestei taxe este d, costurile respective vor fi: $d \cdot n$.

Rezultă că nivelul costului total al unei tranzacții „monedă-bunuri" este:

$$C(n) = d \cdot n + \frac{e \cdot y}{2 \cdot n} \tag{102}$$

Pentru a minimiza acest cost, este necesară determinarea numărului de tranzacții, n, pentru care derivata funcției (102) este egală cu zero.

Pentru aceasta, vom scrie, deci:

$$C_n' = d - \frac{e \cdot y}{2 \cdot n^2} = 0 \tag{103}$$

de unde rezultă numărul optim de tranzacții care trebuie efectuate, n^*:

$$n^* = \sqrt{\frac{e \cdot y}{2 \cdot d}} \tag{104}$$

Introducând apoi această mărime în formula stocului mediu de monedă activă (101), se obține cererea optimă de monedă în vederea tranzacțiilor:

$$m = \frac{y}{2} \cdot \frac{n^* - 1}{n^*} \tag{105}$$

În concluzie, analiza elaborată de M. Perlman demonstrează că numărul de tranzacții „monedă-bunuri" poate fi calculat pe baza unor principii economice, însă nu arată modul în care se eşalonează în timp cheltuielile. Aceasta, deoarece presupune că tranzacțiile au valoare egală şi se efectuează la intervale de timp regulate.

BCU CLUJ CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

De aceea, unii autori, cum ar fi, J. Niehans[1] şi P. Miller[2] au generalizat demersul iniţiat de M. Pelman, arătând că în modelul unei economii cu trei active — monedă, titluri şi bunuri — se poate optimiza inclusiv structura temporală a cheltuielilor. În acest model, atât eşalonarea temporală optimă a cheltuielilor, cât şi valoarea optimă a fiecărei tranzacţii „monedă-titluri" sau „monedă-bunuri" sunt determinate prin maximizarea funcţiei de utilitate a decidenţilor.

De fapt, toate modelele prezentate mai sus sunt modele de echilibru general al unei „economii monetare" în care există costuri de tranzacţionare. În modelele respective, nivelurile optime ale cererii de monedă, de titluri şi de bunuri se obţin ca rezultate ale comportamentelor prin care agenţii economici încearcă să-şi maximizeze utilitatea într-un mediu macroeconomic în care efectuarea tranzacţiilor generează costuri explicite.

Concluzia generală care se desprinde arătate este că observarea costurilor implicate de efectuarea schimbului — de informare şi de tranzacţionare — permite evidenţierea raţionalităţii procesului de formare a cererii de monedă în vederea tranzacţiilor. În modul acesta, concepţia tranzacţională şi concepţia patrimonială asupra cererii de monedă apar ca fiind complementare.

---

1 — Niehans J., *Interest and Credit in General Equilibrium with Transactions Costs*, American Economic Review, May, 1975.

2 — Miller P., *The Transactions Demand for Money in a Three-Asset Economy*, International Economic Review, June, 1977.

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

XI. MONEDA ŞI PREŢURILE

Procesul de ajustare a ofertei şi cererii monedă determină modificarea nivelului general al preţurilor bunurilor şi serviciilor, a ratei dobânzii şi a cursului de schimb. Fiecare dintre aceste elemente pot fi considerate „preţuri", deşi în sensuri diferite: nivelul general al preţurilor — indicatorul obişnuit al ratei inflaţiei — este media aritmetică ponderată a preţurilor unui „coş" reprezentativ de bunuri; rata dobânzii este „preţul" capitalului; cursul de schimb este preţul unei monede exprimat în altă monedă.

Deşi toate aceste preţuri depind şi de alţi factori decât moneda, aceasta are un rol esenţial în procesul de formare a preţurilor respective.

1. Relaţiile cantitative dintre monedă şi preţuri

La fel cum valoarea bunurilor şi serviciilor se exprimă în unităţi monetare, puterea de cumpărare a monedei se poate exprima, la rândul său, în termeni de bunuri şi servicii. Astfel, notând cu *P* nivelul general al preţurilor, *puterea de cumpărare a unei unităţi monetare (leu, dolar, euro etc.) va fi 1/P*. Cu alte cuvinte, valoarea unei unităţi monetare creşte sau scade în funcţie de scăderea sau creşterea preţurilor.

Pornind de la această corelaţie teoretică, se pune problema sensului legăturii cauzale care există între monedă şi preţuri: moneda este cauza mişcării preţurilor sau, dimpotrivă, modificarea preţurilor constituie cauza modificării cantităţii de monedă?

BCU CLUJ-CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Răspunsul tradițional — însă tot timpul revizuit — la această întrebare este că variațiile cantității de monedă determină modificările nivelului prețurilor. Această teză constituie elementul esențial al teoriei cantitative a monedei și a prețurilor.

De fapt, modalitățile de explicare a legăturii cauzale orientate dinspre M spre P diferă de la o epocă istorică la alta, însă teza cantitativistă esențială, enunțată mai sus, continuă să domine și la ora actuală teoria monetară.

1.1. Originile istorice ale teoriei cantitative

Ideea că creșterea cantității de monedă provoacă creșterea prețuilor este foarte veche, întâlnindu-se la aproape toți autorii importanți care, în cursul timpului, au reflectat aupra modului în care se desfășoară viața economică: Xenophon, Aristotel, autorii pre-clasici (N. Copernic, J. Bodin, J. Lock, R. Cantillon, D. Hume), clasici (A. Smith, D. Ricardo, T. Malthus, J. Stuart Mill) și neoclasici (I. Fisher, A. Marshall, K. Wicksell, M. Friedman).

Astfel, în anul 1586, în lucrarea sa întitulată: *„Răspunsuri la paradoxurile domnului M. de Malestroict referitoare la scumpirea tuturor lucrurilor"*, filozoful și teoreticianul politic J. Bodin a explicat, pentru prima dată în mod coerent, creșterea prețurilor prin afluxul de metale prețioase care a avut loc în Europa în urma marilor descoperiri geografice. Fenomenul s-a produs inițial în Spania, unde a dat naștere la mari speculații financiare și la importante creșteri ale prețurilor obiectelor de lux, însă, de aici, aurul s-a răspândit apoi în întreaga Europă, îmbogățind meșteșugarii francezi, negustorii englezi și bancherii italieni. După Bodin, prețurile europene au crescut din cauza creșterii cantității de monedă metalică existentă în diverse țări, ceea ce face din acest autor unul din primii adversari ai mercantilismului.

Într-devăr, în epocă, era dominantă concepția mercantilistă, după care creșterea cantității de monedă are un efect benefic asupra economiei. Astfel, pentru autorii mercantiliști (A. de Montcretien, Th. Mun, E. Misselden, Ch. Davenant, G. Malynes), creșterea cantității de monedă încurajează comerțul și industria, deoarece permite creșterea numărului și volumului tranzacțiilor comerciale, ducând la amplificarea activității economice și alimentarea finanțelor statului, fiind, deci, factor de stimulare a creșterii prosperității și puterii.

Stabilind o relaţie între creşterea preţurilor care a avut loc în lumea veche în secolul XVI şi intrările de aur din America, J. Bodin a fost printre primii care au combătut această teorie.

În prezent, termenul de „mercantilism" este folosit adesea în mod peiorativ, pentru a desemna atitudinea unui individ sau a unei colectivităţi care încearcă să acumuleze valori pecuniare, însă nu se poate nega că creşterea cantităţii de monedă aflate în circulaţie determină creşterea cererii solvabile, ceea ce are întotdeauna un anumit efect benefic asupra ofertei de bunuri.

Influenţa pe care creşterea cantităţii de monedă o exercită asupra preţurilor a fost redescoperită, la mijlocul secolului XVIII, de către R. Cantillon şi D. Hume.

Astfel, în lucrarea sa, întitulată: *„Eseu asupra naturii generale a comerţului"* (1755), R. Cantillon s-a ocupat în principal de influenţa pe care creşterea cantităţii de monedă o exercită asupra procesului de repartiţie a veniturilor şi de modificările pe care această creştere a masei monetare le produce în structura cererii. Potivit acestui autor, cantitatea suplimentară de metale preţioase nu se distribuie în mod uniform în societate, ci revine anumitor categorii de persoane, iar, ca urmare, va determina doar creşterea preţurilor bunurilor pe care le consumă persoanele respective. Cu timpul, însă, va avea loc creşterea preţurilor tuturor bunurilor, deşi avantajaţi vor fi doar primii deţinători de metal preţios.

La rândul său, D. Hume a arătat în lucrarea sa: *„Discursuri politice"* (1752) că creşterea cantităţii de monedă este favorabilă în primul rând industriei şi comerţului, dar, pe măsură ce aurul suplimentar se răspândeşte în economie, creşterea economică se propagă de la o ramură la alta. Cu toate acestea, creşterea avuţiei, rezultată din acest proces, este numai parţial efectul creşterii preţurilor, deoarece, pe de altă parte, ea depinde, într-o măsură importantă, de creşterea producţiei. Într-adevăr, moneda nu este, în ultimă instanţă, decât un mijloc de exprimare a valorii bunurilor, iar preţurile vor sfârşi prin a creşte proporţional cu cantitatea de monedă.

Se observă că acest pasaj din lucrările lui Hume conţine o contradicţie, căci, dacă factorul monetar exercită o anumită influenţă asupra cantităţii de bunuri, înseamnă că preţurile nu pot creşte proporţional cu cantitatea de monedă; această legătură de proporţionalitate directă este valabilă doar în cazul în care cantitatea de bunuri este constantă.

Teza strictei proporţionalităţi existente între creşterea cantităţii de monedă, pe de o parte, şi creşterea preţurilor, pe de altă parte, a fost îndelung dezbătută

în literatura economică, pozițiile exprimate în legătură cu această problemă de diverşi economişti fiind contradictorii.

Astfel, dintre economiştii clasici, D. Ricardo — adept al celebrului *„Bullion Report"* (1810) — a fost principalul adept al ideii legăturii de proporționalitate directă, pe când când T. Malthus a expus în mod foarte clar o teorie diferită şi destul de îndrăzneață pentru epoca aceea: moneda nou emisă modifică repartiția veniturilor şi a cheltuielilor, favorizând formarea capitalului. După cum arată acest din urmă autor, moneda nou emisă se adaugă la economiile băneşti constituite în perioada precedentă, ceea ce permite creşterea investițiilor. Ca urmare, în țara respectivă, vor fi distribuite noi venituri, iar cererea va creşte mai înainte ca producția să fi crescut, ceea ce duce la creşterea prețurilor şi, deci, la amputarea puterii de cumpărare suplimentare distribuite în economie prin injecția monetară inițială. Această creştere de prețuri avantajează însă producătorii de bunuri, ale căror venituri sporesc în modul acesta, în timp ce restul populației înregistrează o scădere a puterii sale de cumpărare.

Cu toate acestea, creşterea ponderii veniturilor producătorilor în venitul global determină creşterea ponderii cheltuielilor efectuate de producători în cheltuielile totale. Creşterea masei monetare modifică, deci, partea din venitul național care este repartizată pentru formarea capitalului şi care, în calitate de capital suplimentar, este susceptibilă să determine, după un anumit timp, creşterea producției.

Rezultă că, în concepția lui Malthus, acțiunea creşterii cantității de monedă în direcția creşterii prețurilor nu numai că nu este negată, ci — într-un mod foarte modern — este considerată ca fiind un factor de creştere economică.

Teoria cantitativă în forma sa anterioară apariției lucrării deja citate a lui I. Fisher[1] este interesantă prin complexitatea explicațiilor pe care le conține. Astfel, conform demonstrațiilor respective, moneda exercită:

a) un efect favorabil asupra activității economice, deoarece permite creşterea volumului comerțului (Hume), acționând totodată asupra repartizării veniturilor în societate şi formării capitalului (Malthus);

b) un efect nefavorabil asupra prețurilor (creşterea prețurilor), deoarece moneda este un mijoc de exprimare a valorii (Hume) şi un factor determinant al cererii globale (Cantillon, Malthus etc.).

1- Fisher I., *The Purchasing Power of Money*, ed. cit.

Rezultă că autorii preclasici şi clasici au abordat problema relaţiilor dintre monedă şi economie în întreaga sa complexitate, formalizările ulterioare ale acestei probleme, deşi oferă o imagine coerentă şi sistematică asupra subiectului, fiind adeseori mai puţin pătrunzătoare şi nuanţate decât aceste analize deschizătoare de drumuri.

1.2. Abordarea tranzacţională

Prima formalizare a teoriei cantitative clasice este reprezentată de modelul cunoscut sub denumirea de „ecuaţia schimbului" construit de I. Fisher[1]. Acest model exprimă într-o formă sintetică ceea ce D. Patinkin a numit „abordarea tranzacţională"[2].

Principala problemă care l-a preocupat pe Fisher a fost determinarea volumului tranzacţiilor cu bunuri ce pot fi efectuate cu ajutorul cantităţii de monedă existente în circulaţie. Astfel, presupunând că în economie există n bunuri, şi anume în cantităţile x_i şi având preţurile p_i, volumul schimburilor este:

$$\sum_{1}^{n} p_i x_i \tag{1}$$

Se poate, deci, scrie următoarea „ecuaţie a schimbului":

$$MV = \sum_{i}^{n} p_i x_i \tag{2}$$

Considerând, în locul celor n bunuri, un singur bun compozit, T, iar în locul preţurilor, p_i, un singur preţ mediu ponderat, P, considerat ca preţ al bunului compozit, T, relaţia (2) poate fi scrisă în forma:

$$MV = PT \tag{3}$$

[1] — A se vedea cap. X §1.2 *supra*.
[2] — Patinkin D., *Money, Interest and Prices*, ed. cit.

În relația (3), mărimea M este un stoc, pe când mărimea T este un flux. Într-adevăr, variabila T exprimă o anumită cantitate de bunuri tranzacționate în cursul unei perioade de timp date, având, deci, o dimensiune temporală. Bunurile x_i sunt nu numai bunuri de consum final, ci toate bunurile care fac obiectul tranzacțiilor efectuate în cursul perioadei de referință, în toate stadiile producției și circulației mărfurilor (comerț cu ridicata, comerț cu amănuntul, consum productiv, consum final, consum individual, consum public etc.).

În aceste condiții, ecuația (3) apare ca o relație pur tehnică, de natură să exprime capacitatea tranzacțională a stocului de monedă existent în economie. Totuși, această relație sintetizează o întreagă teorie — teoria cantitativă a monedei și a prețurilor —, deoarece, prin adoptarea anumitor ipoteze restrictive, specifice științei economice clasice, a fost utilizată pentru explicarea procesului de formare a prețurilor.

După cum am mai menționat, în orice teorie economică, pot fi delimitate variabile determinante (exogene) și variabile determinate (endogene). Dacă, într-o anumită analiză, o variabilă este considerată — prin ipoteză sau în virtutea unei alte teorii — ca fiind o variabilă exogenă, atunci, în cadrul analizei respective, această variabilă este o variabilă explicativă (dată).

În teoria cantitativă, sintetizată prin ecuația (3), ipotezele sunt următoarele:

1) Volumul tranzacțiilor, T, este o mărime dată, și anume la nivelul maxim permis de factorii de producție existenți.

Tratarea variabilei care exprimă cantitatea de bunuri existente în economie, susceptibile a fi schimbate cu ajutorul monedei, ca mărime exogenă înseamnă că se presupune că variabila respectivă nu poate fi influențată de cantitatea de monedă.

Pe de altă parte, presupunerea că valoarea acestei variabile este la nivelul maxim permis de factorii de producție existenți în cursul perioadei de referință exprimă faptul că factorii de producție sunt complet utilizați și, că deci, economia se află într-o situație de ocupare completă a mâinii de lucru (absența șomajului).

De asemenea, se consideră că procesul de agregare care leagă mărimile $\sum_i^n p_i x_i$ de mărimea PT este dat. Mai precis, se consideră că ponderile diverselor bunuri sunt date, ceea ce înseamnă că se presupune că structura cererii și structura ofertei sunt date. Se admite, deci, că piețele celor n bunuri sunt echilibrate de un sistem de prețuri relative, $(p_1, p_2, \ldots p_i, \ldots p_n)$, care rămâne nemodificat în cursul timpului.

2) Viteza de circulaţie a monedei, V, este o mărime dată; se presupune că aceasta este determinată de obiceiurile comercianţilor în materie de plăţi, care nu se modifică nici ele decât foarte lent, ceea ce permite să se considere că, în cursul perioadei de referinţă, stocul de monedă serveşte pentru efectuarea unui număr de plăţi, V.

Variabila V este, deci, o simplă mărime scalară (coeficient), care reflectă gradul de dezvoltare a sistemului de plăţi; acest grad de dezvoltare este, pe termen scurt, o mărime constantă.

3) Cantitatea de monedă existentă la un moment dat în economie, M, este tot o variabilă exogenă, deoarece depinde de întrările de aur sau de valută, de creşterea volumului creditului intern, de dinamica volumului operaţiunilor *open market* efectuate de banca centrală etc.

Este vorba, aşadar, despre o mărime care nu este legată în mod direct de nevoile economiei: aceasta din urmă este cea care se adaptează la cantitatea de monedă existentă în circulaţie — nu invers.

4) Nivelul general al preţurilor, P, este singura variabilă endogenă. Prin definiţie, P este preţul mediu calculat pe baza preţurilor p_i ale bunurilor x_i, adică:

$$P = \sum_i^n \theta_i p_i \tag{4}$$

unde:

θ_i — coeficienţii de ponderare atribuiţi fiecărui bun ($\sum_i^n \theta_i = 1$).

În varianta sa „tranzacţională", teoria cantitativă explică, aşadar, modul în care cantitatea de monedă, M, determină preţul, P, al bunului agregat, T. În cazul în care cantitatea de monedă creşte, capacitatea tranzacţională a stocului de monedă, MV, creşte şi ea. Ca urmare, restabilirea echilibrului între cererea solvabilă, exprimată în etalon monetar, şi oferta de bunuri şi servicii, exprimată, de asemenea, în etalon monetar, necesită creşterea preţurilor, conform relaţiei:

$$P = \frac{MV}{T} \tag{5}$$

Procesul de ajustare descris de ecuaţia (5) este reprezentat în formă grafică în figura nr. 1.

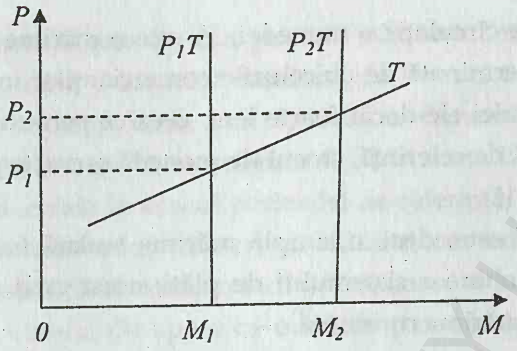


Fig. nr.1: Procesul de restabilire a echilibrului monetar în varianta „tranzacțională" a teoriei cantitative

După cum se observă din figura de mai sus, intersecția dreptelor M_1 şi T defineşte nivelul de echilibru inițial al prețurilor P_1. Dacă, în condiții *caeteris paribus*, masa monetară creşte, devenind M_2, nivelul general al prețurilor creşte şi el, devenind P_2, ceea ce crează o nouă situație de echilibru.

Varianta „tranzacțională" a teoriei cantitative nu explică în mod detaliat mecanismul prin care se produce amintita creştere a prețurilor. De asemenea, ea nu explică în mod satisfăcător motivele pentru care V este o mărime constantă. Într-adevăr, nu este deloc clar, în contextul arătat, care este cauza care face ca deşi agenții economici dispun de cantități de monedă mai mari, ei continuă totuşi să-şi efectueze cheltuielile în acelaşi ritm.

În fine, este suficient să se constate că există oscilații ale volumului tranzacțiilor, T, pentru ca legătura de proporționalitate directă exprimată de relația (5) să fie perturbată, iar valabilitatea variantei tranzacționale să fie serios pusă în cauză.

1.3. Abordarea prin venituri

Caracterul mecanicist al „ecuației schimbului" — aflat la originea amintitelor dezbateri cu privire la valabilitatea sa *ex post* sau *ex ante*[1] — a fost depăşit prin apariția a ceea ce D. Patinkin a numit „abordarea prin venituri"[2].

[1] — A se vedea cap. X §1.2 şi §1.3 *supra*.
[2] — Patinkin D., *Money, Interest and Prices*, ed. cit.

Această nouă interpretare a fost elaborată de către A. C. Pigou şi expusă pentru prima dată de J. Keynes în: *„Tratat despre reforma monetară"*[1]. Modelul care formalizează „abordarea prin venituri" este cunoscut în literatură sub numele de „ecuaţia de la Cambridge"[2].

În această concepţie, cantitatea de monedă, M, este presupusă a fi o mărime exogenă: $M=M_0$. Cererea de monedă este funcţie de venitul nominal, în conformitate cu „ecuaţia de la Cambridge": $M_c = k \cdot PY$. Se presupune că venitul real, Y, şi coeficientul comportamental, k, sunt mărimi date.

În aceste condiţii, procesul de realizare a echilibrului monetar determină un nivel general al preţurilor, P^*, care corespunde punctului de intersecţie a dreptei ofertei nominale de monedă cu dreapta cererii nominale de monedă. Invers, nivelul general al preţurilor, P, este variabila prin a cărei modificare se realizează echilibrul monetar (figura nr.2).

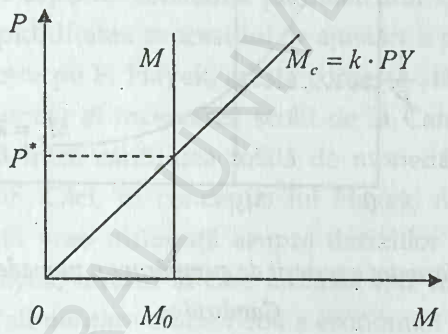


Fig. nr.2: Procesul de formare a preţurilor în concepţia şcolii de la Cambridge

În modul acesta, formarea preţurilor este explicată printr-un mecanism inteligil. Astfel, dacă se presupune că are loc o modificare a cantităţii de monedă aflate în circulaţie, agenţii economici vor percepe că are loc o modificare a stocurilor lor de monedă şi vor încerca să readucă aceste stocuri la nivelul pe care fiecare dintre ei doreşte să îl deţină; acest nivel este definit în mod raţional de coeficientul k. Reajustarea se realizează prin modificarea cererii

[1] — Keynes J. M., *A Tract on Monetary Reform*, ed. cit.
Se ştie că C. A. Pigou şi J. M. Keynes au lucrat împreună sub îndrumarea lui A. Marshall şi că, înainte de a-şi elabora propriul său sistem de gândire, acesta din urmă a participat la dezbaterea tuturor problemelor abordate de şcoala de la Cambridge.

[2] — A se vedea cap. X §1.3 *supra*.

pe care agenții economici o exprimă pe piața bunurilor (şi serviciilor), ceea ce duce la modificarea prețurilor.

Pentru a transpune raționamentul în termeni de putere de cumpărare a unei unități monetare, *1/P*, cererea de monedă trebuie exprimată nu în termeni nominali, ci reali: $M_c = k \cdot Y$. Ca urmare, ecuația de echilibru poate fi rescrisă în forma:

$$\frac{M_o}{P} = k \cdot Y \qquad (6)$$

Ecuația (6) este reprezentată grafic în figura nr. 3.

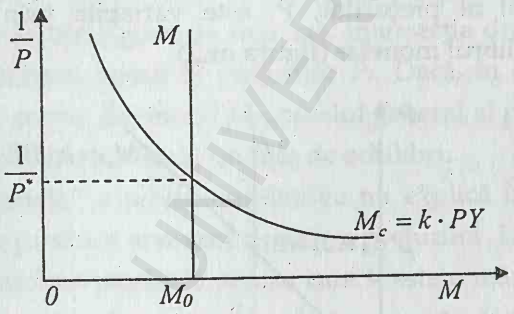


Fig. nr. 3: Procesul de formare a puterii de cumpărare a monedei în concepția şcolii de la Cambridge

După cum se observă din figura de mai sus, ecuația (6) are forma unei hiperbole, ceea ce exprimă formal faptul că cererea reală de monedă este independentă de variațiile prețurilor. Cu alte cuvinte, cererea nominală de monedă are o elasticitate unitară în raport cu puterea de cumpărare a monedei[1].

În concluzie, creşterea cantității de monedă are drept consecință creşterea stocurilor de monedă ale agenților economici peste nivelul pe care aceştia îl doresc, ceea ce îi determină să-şi sporească cheltuielile. Ca urmare, nivelul prețurilor va creşte, până când agenții economici vor regăsi raportul pe care îl doresc între valoarea reală a stocurilor lor de monedă şi venitul lor real.

În abordarea prin venituri, variația ofertei nominale de monedă determină, la fel ca în abordarea tranzacțională, o modificare strict proporțională a nivelului general al

[1] — Patinkin D., *Money, Interest and Prices*, ed. cit.

BCU "LUCIAN BLAGA" CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

preţurilor de echilibru. Însă, după cum arată Keynes în: *„Tratat despre reforma monetară"*, contribuţia şcolii de la Cambridge constă nu atât în evidenţierea acestei legături, cât în sublinierea faptului că relaţia proporţională dintre cantitatea de monedă şi nivelul general al preţurilor este pertinentă doar în situaţia de echilibru. Într-adevăr, în concepţia marshalliană, procesul de ajustare a preţurilor se desfăşoară rapid, iar echilibrul monetar se realizează pe termen scurt. Esenţa acestui proces este faptul că o creştere a ofertei de monedă determină augmentarea cererii de bunuri şi servicii, ceea ce provoacă — în condiţiile în care oferta este rigidă, iar coeficientul k este constant — majorarea nivelului general al preţurilor.

Varianta-venit a teoriei cantitative a fost supusă la două genuri de critici: unele formulate de J. Keynes[1], iar altele formulate de F. Hayek[2].

Criticile lui Keynes sunt formulate de pe poziţiile analizei macroeconomice şi privesc următoarele aspecte: constanţa parametrului k, rigiditatea ofertei de bunuri şi servicii şi rapididitatea procesului de ajustare a preţurilor.

În ceea ce îl priveşte pe F. Hayek, acesta contestă atât abordarea globală a fenomenelor monetare, cât şi încercarea şcolii de la Cambridge de a stabili o relaţie cauzală directă între cantitatea totală de monedă şi nivelul general al ansamblului preţurilor. Căci, în concepţia lui Hayek, nici una din mărimile menţionate nu exercită vreo influenţă asupra deciziilor indivizilor[3]. Aspectul esenţial este, după Hayek, modul în care moneda este introdusă în economie, deoarece procesul de alimentare cu monedă a economiei influenţează preţurile relative, care constituie factori care, într-adevăr, determină deciziile individuale. Se observă că aici se regăseşte o temă prezentă şi la R. Cantillon, care, după cum am arătat, s-a ocupat şi el de influenţa pe care creşterea cantităţii de monedă o exercită asupra repartiţiei averilor şi veniturilor.

Sub impactul acestor critici, teoria cantitativă a cunoscut o anumită eclipsă, ce a durat până către sfârşitul anilor '50 ai secolului XX. În anii anii '60, M. Friedman şi D. Patinkin au modernizat însă această teorie, ceea ce a dus la reabilitarea ideii că o creştere a cantităţii de monedă provoacă creşterea nivelului general al preţurilor.

---

[1] — Keynes J., *Teoria generală a folosirii mîinii de lucru, a dobînzii şi a banilor*, ed. cit.
[2] — Hayek F., *Prices and Production*, Routledge, Londres, 1931.
[3] — Idem, p. 62.

1.4. Teoria cantitativă reformulată

Analiza lui Friedman se desfăşoară în principal la nivel macroeconomic şi îşi propune să ofere răspuns în principal la obiecţiile formulate de Keynes.

Expusă în mai multe lucrări apărute într-o perioadă de aproape două decenii[1], *teoria cantitativă reformulată de reprezentanţii şcolii de la Chicago afirmă, în esenţă, că procesul de ajustare a ofertei şi cererii de monedă determină venitul nominal şi, prin intermediul acestuia, preţurile.* Aceasta, având în vedere relaţia:

$$Y = Y_r \cdot P \tag{7}$$

unde:

Y — venitul nominal;

Y_r — venitul real;

P — preţurile.

În modul acesta, explicaţia relaţiilor cantitative dintre monedă şi preţuri elaborată de şcoala de la Chicago se deosebeşte atât de analiza keynesiană a factorilor determinanţi ai venitului naţional, după care această mărime macroeconomică rezultă dint-un proces de ajustare a pieţei bunurilor şi serviciilor, realizat în condiţiile unor preţuri fixe, cât şi de analizele bazate pe conceptul de „curbă Phillips", după care preţurile variază exclusiv în funcţie de rata şomajului.

Procesul de ajustare descris de Friedman rezultă din comportamentele de restructurare a patrimoniului agenţilor economici, care generează amintita funcţie friedmaniană a cererii de monedă[2]. Astfel, dacă oferta nominală de monedă corespunde unui volum de disponibilităţi băneşti mai mare decât cel dorit de agenţii economici, aceştia vor încerca să-şi reducă deţinerile de monedă, achiziţionând active financiare şi reale. Ca urmare, are loc creşterea cererii globale de bunuri şi servicii, ceea ce determină creşterea venitului nominal, Y, adică atât a venitului real, Y_r, cât şi a nivelului general al preţurilor, P.

În modul acesta, volumul disponibilităţior băneşti efective ajunge treptat la nivelul dorit de agenţii economici. Trebuie însă precizat că acest nivel dezirabil este

---

[1] — Friedman M., *The Quantity Theory of Money: A Restatement*, 1956, reprod. în: *The Optimum Quantity of Money*, ed. cit.; *A Theoretical Framework for Monetary Analysis*, Journal of Political Economy, March-April, 1970; *A Monetary Theory of Nominal Income*, Journal of Political Economy, March-April, 1971.

[2] — A se vedea cap. X §2.2 *supra*.

mai redus la sfârşitul perioadei decât la începutul acesteia, deoarece anticiparea de către agenţii economici a creşterii preţurilor determină sporirea costurilor deţinerii de monedă. Ca urmare, curba cererii de monedă îşi va modifica poziţia.

În mod practic, aceasta înseamnă că are loc creşterea cererii de bunuri şi servicii a agenţilor economici şi că această cerere suplimentară se adaugă la sporul de cerere globală provenit din creşterea ofertei de monedă. Se explică, astfel, suprareacţia (*overshooting*) pe care venitul nominal o are uneori la apariţia unui exces de monedă.

În definitiv, este vorba despre o aplicaţie particulară a raţionamentelor monetariste: deoarece funcţia cererii de monedă este stabilă, variaţiile venitului nominal, rezultate din acest proces de ajustare patrimonială, sunt provocate, de fapt, de variaţiile ofertei de monedă (de unde denumirea de „monetarism" atribuită acestei concepţii).

În teoria cantitativă reformulată, o ofertă de monedă excedentară are întodeauna o anumită incidenţă asupra preţurilor, însă intensitatea acestei acţiuni depinde de condiţiile concrete existente în economie. Mai precis, relaţia proporţională între cantitatea de monedă şi preţuri se manifestă adesea pe termen scurt şi întotdeauna pe termen lung.

Astfel, pe termen scurt, relaţia se manifestă în cazul în care oferta globală nu poate răspunde creşterii cererii globale, ceea ce se întâmplă, de exemplu, în cazul în care economia se află într-o situaţie de ocupare completă a factorilor de producţie (figura nr. 4).

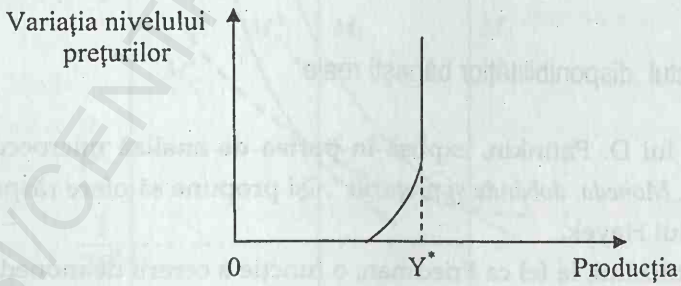


Fig. nr. 4: Variaţia preţurilor pe termen scurt
(Y* – venitul global aferent ocupării depline)

Pe termen lung, relaţia relaţia proporţională între cantitatea de monedă şi preţuri se manifestă însă întotdeauna, deoarece, într-un asemenea orizont de timp, rata de creştere a venitului real depinde de factorii reali ai producţiei (capital, mână de lucru, resurse naturale etc.), nu de rata de creştere a cantităţii de monedă.

Astfel, notând cu $m = \frac{M}{P \cdot N}$ stocul real de monedă pe cap de locuitor şi presupunând că acesta este constant pe termen lung, rezultă următoarea relaţie:

$$\frac{\dot{m}}{m} = 0 \tag{8}$$

sau, logaritmând:

$$\log m = \log M - \log P - \log N \tag{9}$$

$$\log_t^{\cdot} m = \frac{\dot{m}}{m} = \log_t^{\cdot} M - \log_t^{\cdot} P - \log_t^{\cdot} N \tag{10}$$

$$\frac{\dot{m}}{m} = \frac{\dot{M}}{M} - \frac{\dot{P}}{P} - \frac{\dot{N}}{N} = \mu - \pi - n = 0 \tag{11}$$

$$\pi = \mu - n \tag{12}$$

unde:

π — rata de creştere a preţurilor;

μ — rata de creştere a masei monetare;

n — rata de creştere „naturală" a populaţiei, presupusă a fi egală, în condiţii de creştere economică echilibrată, cu rata de creştere a venitului real.

Relaţia (12) exprimă esenţa amintitei concepţii a lui Friedman, după care *„inflaţia este peste tot şi întotdeauna un fenomen monetar"*.

Concluzia care se desprinde din cele arătate este că teoria cantitativă reformulată este, de fapt, o teorie monetară a venitului naţional nominal.

1.5. Efectul „disponibilităţior băneşti reale"

Analiza lui D. Patinkin, expusă în partea de analiză microeconomică din lucrarea sa: *„Moneda, dobânda şi preţurile"*, îşi propune să ofere răspuns mai ales la obiecţiile lui Hayek.

Asfel, utilizând, la fel ca Friedman, o funcţie a cererii de monedă printre ale cărei argumente intră şi mărimea „patrimoniului", Patinkin supune unei critici minuţioase „ecuaţia de la Cambridge", arătând că teoria cantitativă clasică este valabilă doar în anumite condiţii particulare.

Potrivit demonstraţiei sale, funcţia cererii de disponibilităţi băneşti nominale, M_c, nu are forma hiperbolei din figura nr. 3, ceea ce înseamnă că

funcţia respectivă nu are o elasticitate egală cu unitatea în raport cu puterea de cumpărare a monedei, *1/P*.

Afirmaţia se bazează pe analiza efectului pe care mărimea „patrimoniului" îl exercită asupra cererii de monedă. Astfel, dacă nivelul general al preţurilor creşte, are loc diminuarea puterii de cumpărare a monedei şi, deci, se reduce valoarea „patrimoniului" agenţilor economici. Confruntaţi cu scăderea valorii reale a disponibilităţilor lor băneşti, aceştia vor încerca să atingă din nou nivelul dorit al disponibilităţilor lor reale; însă, acest nivel va fi mai mic decât cel iniţial, deoarece cererea de monedă depinde de valoarea „patrimoniului", iar această valoare s-a redus între timp. Ca urmare, o dublare a nivelului general al preţurilor, de exemplu, va determina o creştere a cererii de monedă, însă nu la dublu, ceea ce învederează că elasticitatea cererii nominale de monedă în raport cu puterea de cumpărare a monedei este mai mică decât unu.

În continuare, Patinkin arată că deşi curba cererii de monedă din figura nr. 3 nu este, de fapt, o reprezentare corectă a cererii de monedă, ea are totuşi o anumită semnificaţie economică: reprezintă locul geometric al punctelor de echilibru monetar realizat prin procesul de ajustare bazat pe „efectul disponibilităţilor băneşti reale", descris mai sus.

Astfel, pornind de la o situaţie de echilibru iniţial, dublarea ofertei de monedă declanşează procesul de ajustare din figura nr. 5.

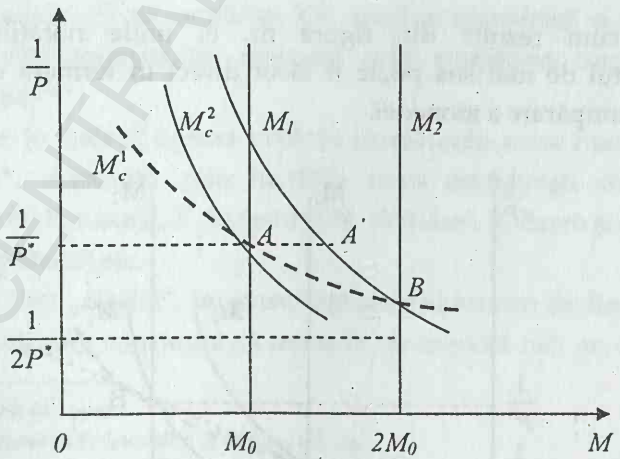


Fig. nr. 5: Efectul disponibilităţilor băneşti reale

După cum rezultă din figura de mai sus, situația inițială de echilibru este reprezentată de punctul *A*, în care egalitățile: $M_1=M_0=M_c^1$ determină o putere de cumpărare a monedei egală cu $\frac{1}{P^*}$. Dublarea ofertei de monedă, de la nivelul $M_1=M_0$ la nivelul $M_2=2M_0$, determină, în prima fază, creşterea „patrimoniului" agenților economici, ceea ce duce la deplasarea cererii nominale de monedă din poziția M_c^1 în poziția M_c^2. Or, la nivelul inițial al puterii de cumpărare a monedei, $\frac{1}{P^*}$, agenții economici doresc să dețină cantitățile de monedă reprezentate prin punctul *A'*, deşi disponibilitățile lor băneşti efective, $2M_0$, sunt mai mari. Ca urmare, agenții economici vor încerca să transforme în bunuri şi servicii cantitățile excedentare de monedă pe care le dețin, ceea ce va determina creşterea cererii de bunuri şi servicii şi, deci, creşterea nivelului general al prețurilor şi reducerea puterii de cumpărare a unității monetare. Noua situație de echilibru se atinge în punctul B, în care sunt satisfăcute egalitățile: $M_2=2M_0=M_c^2$, iar puterea de cumpărare a monedei aferentă este $\frac{1}{2P^*}$.

Curbele M_c^1 şi M_c^2 au o elasticitate mai mică decât unu în raport cu $\frac{1}{P}$, însă curba de echilibru, care trece prin punctele *A* şi *B*, are o elasticitate egală cu unu în raport cu $\frac{1}{P}$.

După cum rezultă din figura nr. 6, unde notațiile sunt aceleaşi, raționamentul de mai sus poate fi făcut direct în termeni de prețuri, nu de putere de cumpărare a monedei.

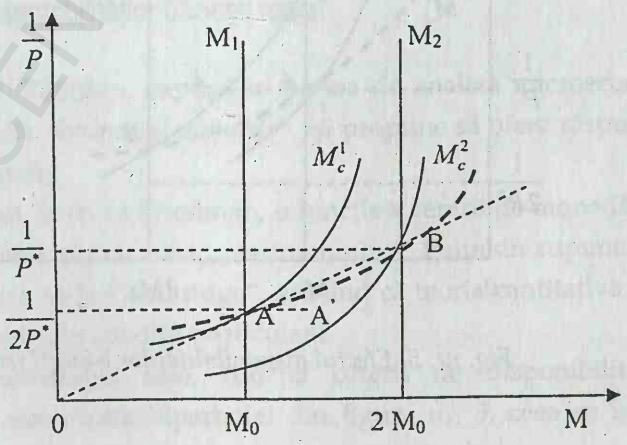


Fig. nr. 6: Teoria cantitativă reformulată de D. Patinkin

Demonstrând că abordarea patrimonială a cererii de monedă permite regăsirea teoriei cantitative, Patinkin subliniază cu insistenţă că validitatea acestei particularizări depinde de ipoteza după care averile monetare iniţiale ale tuturor agenţilor economici cresc în aceiaşi proporţie, ceea ce presupune că are loc o creştere egală a preţurilor, fără a se modifica, deci, preţurile relative.

În caz contrar, echilibrul nu se restabileşte prin dublarea tuturor preţurilor, deoarece cererea suplimentară nu se repartizează egal între toţi agenţii economici. În acest caz, noua poziţie de echilibru implică, în general, preţuri relative mai ridicate pentru bunurile pe care le preferă indivizii ale căror averi monetare au crescut mai mult decât dublu şi preţuri relative mai mici pentru bunurile pe care le preferă indivizii ale căror averi monetare au crescut mai puţin decât dublu.

Această relativizare hayekiană a legăturii cauzale de tip cantitativ-proporţional dintre monedă şi preţuri se bazează pe abordarea microeconomică a fenomenelor studiate, care constituie o caracteristică importantă a şcolii de gândire numită „noua economie clasică".

1.6. Efectul anticipaţiilor

La mijlocul anilor '70 ai secolului XX, analiza economică şi monetară a cunoscut o evoluţie importantă, realizată prin adoptarea conceptului de „anticipaţii raţionale"[1].

Un loc aparte în cadrul acestei evoluţii ocupă ceea ce se numeşte „noua economie clasică", elaborată prin lucrările unor economişti contemporani cunoscuţi, cum ar fi: R. Lucas[2], T. Sargent şi N. Wallace[3], R. Barro şi D. Gordon[4], E. Prescott şi F. Kydland[5] etc.

Aceşti autori sunt „clasici", în sensul dat acestui termen de Keynes: autori contemporani cu el, care consideră că moneda nu exercită nici un efect asupra

---

[1] — A se vedea cap. VII §4 *supra*.

[2] — Lucas R., *Expectations and Neutrality of Money*, ed. cit.

[3] — Sargent J., Wallace N., *Rational Expectations, the Otimal Monetary Instruments and the Optimal Money Supply Rule*, Journal of Political Economy, 83 (2), 1975; *Rational Expectations and Inflation*, New York, Harper&Row, 1976.

[4] — Barro R., Gordon D., *Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy*, ed. cit.

[5] — Prescott E., Kydland F., *Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans*, Journal of Political Economy, 85, 1977.

economiei reale. Într-adevăr, autorii menționați elaborează o analiză economică bazată pe studiul deciziilor raționale, pe care agenții economici le adoptă în funcție de prețurile relative formate prin mecanismul cererii și ofertei. În modul acesta, reprezentanții acestei școli de gândire își însușesc rezervele de tip hayekian pe care Patinkin le-a formulat în aprecierea teoriei cantitative.

Însă, autorii respectivi sunt, de asemenea, „neoclasici", în sensul că își construiesc raționamentele într-un univers caracterizat prin incertitudine și risc, descris de F. Knight[1]. Astfel, într-o lume în care viitorul este incert, dar anticipațiile sunt raționale în toate sensurile posibile ale acestui termen, comportamentele indivizilor în caz de eroare de apreciere pot fi specificate. Pornind de aici, *„noua economie clasică" demonstrează că există o anumită determinare monetară a nivelului general al prețurilor și că intensitatea legăturii respective depinde de măsura în care oferta excedentară de monedă este anticipată de agenții economici.*

După cum am mai menționat, conceptul de „anticipații raționale" a fost introdus în știința economică de către J. Muth[2]. Ideea fundamentală a acestuia este că, în materie de anticipații, agenții economici sunt capabili să învețe și să își procure toate informațiile de care au nevoie pentru a face, în cunoștință de cauză, predicții cu privire la evenimentele viitoare care le afectează averile și veniturile. Un asemenea proces de învățare și de procurare a informațiilor necesare este foarte complex și dificil de reprezentat în mod analitic, chiar dacă este privit în cazul particular al unei situații de echilibru, adică în situația în care previziunile se confirmă, iar indivizii nu resimt nevoia de a-și schimba metodele de previzionare.

Într-adevăr, cazul cel mai simplu este cel în care se presupune că indivizii au învățat tot ceea ce era de învățat din propria lor experiență trecută și prezentă, inclusiv din descrierea modului de funcționare a economiei oferită de știința economică de ultimă oră, iar toate anticipațiile lor se dovedesc a fi corecte. Cu alte cuvinte, este vorba despre cazul în care anticipațiile se formează în conformitate cu modelul anticipațiilor raționale[3].

---

1 — Knight F., *Risk, Uncertainty and Profit*, Boston, MA: Hart, Schaffner & Marx; Houghton Mifflin Company, 1921.

2 — Muth J. F., *Rational Expectations and the Theory of Price Movements*, ed. cit.

3 — A se vedea cap. VII §4.3 *supra*.

În condiţii de informare perfectă, acest caz este banal, deoarece revine la a spune că anticipaţiile sunt corecte şi se confirmă întotdeauna. În condiţii de informare imperfectă, când este posibilă comiterea unor erori de previzionare, cazul respectiv înseamnă că se admite că erorile respective sunt total aleatoare şi imprevizibile.

În cee ce priveşte „noua economie clasică", se presupune că indivizii îşi adoptă deciziile pe baza previziunilor pe care le fac cu privire la preţurile absolute şi la preţurile relative. Din cauza incertitudinii, aceste previziuni pot fi corecte sau eronate.

Dacă previziunile sunt corecte, anticipaţiile cu privire la preţuri se confirmă, iar deciziile şi efectele lor vor fi în concordanţă cu modelul clasic: acest model este, deci, pertinent.

Dimpotrivă, dacă informaţiile sunt imperfecte, apar evenimente neaşteptate, agenţii economici fac greşeli în previziunile lor cu privire la preţurile absolute şi relative, ceea ce îi determină, cel puţin temporar, să adopte decizii eronate şi, deci, să obţină rezultate diferite de modelul clasic. Abaterile faţă de normă sunt totuşi şi în acest caz doar temporare, deoarece agenţii economici îşi vor da seama mai devreme sau mai târziu de greşelile pe care le-au făcut şi le vor elimina. Aceasta, cel puţin până ce vor surveni alte evenimente neaşteptate.

Aplicarea acestor ipoteze la fenomenul creşterii ofertei de monedă conduce la delimitarea a două cazuri, în funcţie de modul de anticipare de către agenţii economici a evenimentului respectiv.

Asfel, cazul în care creşterea ofertei de monedă este corect anticipată de către agenţii economici se caracterizează prin faptul că analiza clasică — în una sau alta din variantele prezentate anterior — se aplică fără nici un amendament. În acest caz, preţurile se ajustează instantaneu la variaţiile anticipate ale masei monetare, iar, dacă aceste variaţii afectează proporţional averile tuturor indivizilor, relaţia cantitatea de monedă-preţuri este una de proporţionalitate directă.

Cazul în care creşterea ofertei de monedă nu este anticipată de agenţii economici (inflaţie-surpriză) cuprinde următoarele secvenţe:

1) Creşterea neşteptată a cantităţii de monedă face ca anticipaţiile agenţilor economici cu privire la creşterea nivelului general al preţurilor să fie greşite, în sensul că creşterea observată a preţurilor este mai mare decât cea anticipată;

2) Această subestimare a creşterii nivelului general al preţurilor determină o supraevaluare a puterii de cumpărare a monedei, ceea ce duce, prin „efectul disponibilităţilor băneşti reale" cunoscut, la creşterea cererii de bunuri şi servicii;

3) În ceea ce îi priveşte pe vânzători, creşterea neanticipată a nivelului preţurilor face ca expectaţiile lor cu privire la preţurile relative ale propriilor bunuri să fie greşite, în sensul subestimării acestora, ceea ce îi determină să încerce să ofere o cantitate de bunuri mai mare decât cea prevăzută[1];

4) Ca urmare, echilibrul pieţei bunurilor şi serviciilor se restabileşte la un nivel real (cantităţi fizice) mai mare decât cel iniţial, iar teoria cantitativă nu se aplică (figura nr. 7).

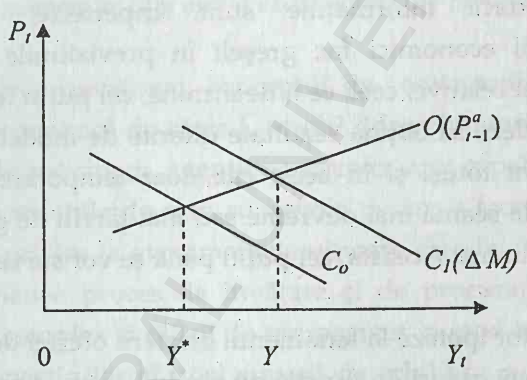


Fig. nr. 7: Prima fază a procesului de ajustare a pieţei bunurilor şi serviciilor

Situaţia din figura de mai sus nu poate însă dura, deoarece vânzătorii îşi vor da seama, până la urmă, de greşelile pe care le-au comis în estimarea preţurilor relative; ca urmare, ei îşi vor revizui anticipaţiile raţionale P^a_{t-1}, astfel încât preţurile anticipate să nu mai fie supraestimate: $P^a_t < P^a_{t-1}$. Or, aceasta determină o deplasare a curbei ofertei (figura nr. 8).

În modul acesta, se regăseşte nivelul iniţial al echilibrului real, Y*, însă aceasta la un nivel al preţurilor mai ridicat.

[1] — Lucas R., *Expectations and Neutrality of Money*, ed. cit.

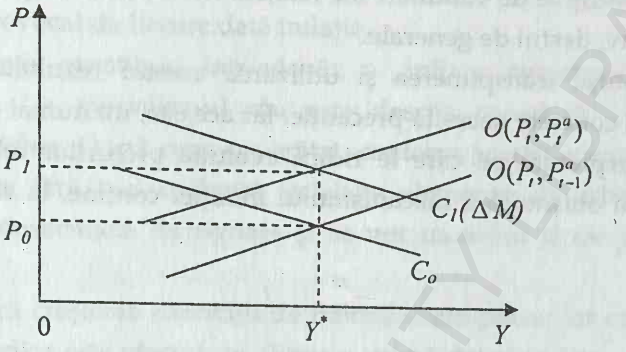


Fig. nr. 9: Faza a doua a procesului de ajustare a pieței bunurilor şi serviciilor

Concluzia care se desprinde din cele arătate este că, după o primă fază, în care pare a fi infirmată, teoria cantitativă se aplică în faza a doua. Această revalidare este consecința capacității de învățare a agenților economici şi a modului rațional de formare a anticipațiilor.

Într-un cadru de analiză diferit, se regăsesc, aşadar, tezele lui Hayek[1] şi von Mises[2], după care manevrarea masei monetare nu poate avea decât efecte temporare, cauzate de deciziile „incorecte" ale indivizilor.

Rezultă că, în esență, *„noua economie clasică" explică acțiunea pe care cantitatea de monedă existentă în circulație o exercită asupra nivelului general al prețurilor prin modul de anticipare a ofertei de monedă.* În cazul în care oferta de monedă este corect anticipată, legătura cantitativă respectivă este imediată. În cazul în care creşterea ofertei de monedă nu este anticipată de agenții economici (inflație-surpriză), această legătură este mediată şi decalată în timp, dar totuşi există. Acest rezultat are importante consecințe, atât în materie de politică monetară[3], cât şi în materie de analiză a relației monedă-producție[4].

Reformularea modalităților de explicare a relațiilor cantitative dintre monedă şi prețuri arată că, în pofida faptului că în economie au loc fenomene de restructurare a patrimoniului şi a imperfecțiunii informării, acțiunea cantității de monedă asupra prețuilor nu poate fi exclusă.

---

[1] — Hayek F., *Prices and Production*, ed. cit.
[2] — Mises L., *Human Action: A Treatise on Economics*, ed. cit.
[3] — Cap. VII §4 *supra*.
[4] — Cap. XIV *infra*.

Condițiile de validitate ale relației: M → P, sunt, aşadar, identificabile şi, în definitiv, destul de generale.

Totuşi, transpunerea şi utilizarea acestor rezultate analitice în diverse situații concrete necesită precauție. Iar aceasta, nu numai din cauza problemelor de interpretare pe care le ridică evoluția prețurilor relative, ci şi pentru că tratarea obişnuită a mecanismului inflației conține, la rândul său, numeroase dileme.

2. Inflația

Descrierea analitică a factorilor care determină nivelul general al prețurilor permite decelarea cauzelor inflației şi tranşarea problemei valabilității afirmației lui Friedman că inflația concret observată este un fenomen monetar. Studiul aprofundat al acestui fenomen conduce la concluzii mai nuanțate decât cea a lui Friedman, iar aceasta fără a nega existența unor cauzalități cantitativ-monetare de genul celor prezentate.

2.1. Definirea inflației

Din punct de vedere istoric, inflația a fost definită, la început, ca un fenomen monetar. Astfel, potrivit definiției sale tradiționale, *inflația este un fenomen care constă, în esență, în apariția în circulație a unei cantități excedentare de monedă, care crează un dezechilibru.*

Ideea că inflația înseamnă o cantitate excedentară de monedă şi că acest excedent dereglează viața economică este foarte veche şi puternic încetățenită în mentalul colectiv. Această concepție conține, desigur, o mare doză de adevăr, fiind confirmată de întreaga istorie monetară a secolelor XIX şi XX, care arată că de fiecare dată când autoritățile au decretat cursul forțat al biletelor de hârtie, desființând, astfel, convertibilitatea lor în aur, ele au desființat, prin aceasta, mecanismul de limitarea a emisiunii monetare. Iar cum aceste măsuri au fost adoptate, de obicei, în perioade critice — de război sau de după război —, când cheltuielile statelor erau foarte mari, desființarea legăturii cu aurul reprezentate

de convertibilitate a permis acoperirea cheltuielilor respective prin emisiuni monetare, ceea ce a provocat de fiecare dată inflaţie.

Acest tip de inflaţie constituie, într-adevăr, o „inflaţie monetară" — în sensul lui Friedman, iar mecanismul său este descris corect de „ecuaţia schimbului" a lui I. Fisher. După cum am arătat, conform acestei ecuaţii, dacă masa monetară creşte fără nici o limită, celelalte elemente ale schimbului monetar vor suferi consecinţele de rigoare şi se vor modifica şi ele în mod corespunzător.

Asfel, admiţând că creşterea cantităţii de monedă este cauza, iar creşterea proporţională a preţurilor este efectul, se obţine o primă definiţie (monetară) a inflaţiei: *o creştere generalizată şi durabilă a nivelului general al preţurilor.*

În acest context, s-ar putea spune că teoria cantitativă, în forma sa cea mai simplă, dar şi cea mai veche, este, de fapt, o decriere a fenomenului inflaţionist. Căci, conform variantei tranzacţionale a acestei teorii, creşterea masei monetare duce necesarmente la creşterea preţurilor.

Cu toate acestea, definirea inflaţiei ca o creştere continuă şi durabilă a nivelului general al preţurilor poate duce la concluzia că o blocare administrativă a creşterii preţurilor ar elimina inflaţia. Or, această practică, utilizată frecvent de diverse state în cursul istoriei, nu face decât să modifice forma de manifestare concretă a inflaţiei, fără a o elimina: în loc să se producă creşterea preţurilor, are loc golirea magazinelor, apariţia cozilor, a pieţei negre etc. (figura nr. 9).

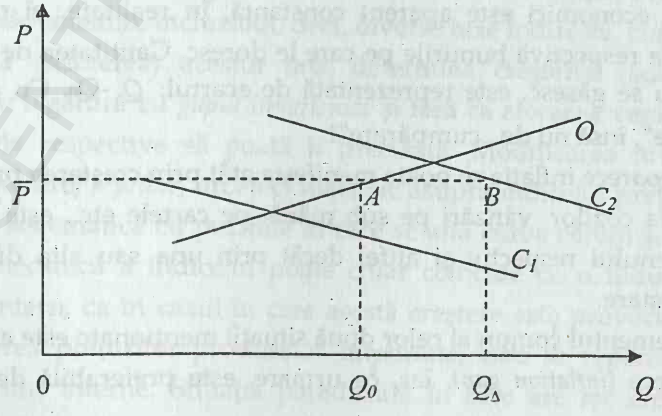


Fig. nr. 9: Blocarea preţurilor

După cum rezultă din figura de mai sus, în cazul în care curba cererii se deplasează din poziția C_1 în poziția C_2, prețurile trebuie, în mod normal, să crească. Însă, dacă autoritățile blochează administrativ prețurile la nivelul general $\overline{P}$, ajustarea pieței bunurilor şi serviciilor se va face prin instaurarea unei unei situații de penurie, a cărei expresie cantitativă este segmentul *AB*; această lipsă de bunuri reflectă şi ea tot cererea excedentară: $E=Q_{\Delta}-Q_0>0$.

În economiile cu prețuri administrate, pentru a fi relevant, indicatorul inflației trebuie să cuprindă, deci, pe lângă variabila „preț", şi anumite variabile cantitative, care să exprime penuria de bunuri.

O asemenea economie cu prețuri fixate administrativ a fost, de exemplu, economia socialistă, în care prețurile bunurilor şi serviciilor erau stabilite de stat, fără a ține seama de raportul dintre cerere şi ofertă şi adesea chiar fără a ține seama de cheltuielile de producție (aşa-zisele „pierderi planificate"), ci în funcție de obiectivele planului. Din acest motiv, departe de fi fost o societate a belşugului, aşa cum au promis fondatorii marxism-leninismului şi cum susținea propaganda oficială, comunismul a fost un sistem social-economic al penuriei generalizate, ceea ce l-a făcut pe eminentul economist maghiar J. Kornay să numească economia socialistă „economie de penurie"[1].

În asemenea cazuri, limitarea doar la un singur indicator al evoluției prețurilor nu este suficientă, iar aceasta chiar şi numai prin prisma puterii de cumpărare. Într-adevăr, blocarea prețurilor nu menține intactă puterea de cumpărare a monedei, căci, deşi valoarea reală a sumelor băneşti deținute de agenții economici este aparent constantă, în realitate, ei nu pot procura cu moneda respectivă bunurile pe care le doresc. Cantitatea de bunuri dorite, dar care nu se găsesc, este reprezentată de ecartul: $Q_{\Delta}-Q_0$. Cu alte cuvinte, există „putere", însă nu de „cumpărare"!

Deoarece inflația se poate manifesta atât prin creşterea prețurilor, cât şi prin lungirea cozilor, vânzări pe sub mână, pe cartele etc., este necesară definirea fenomenului respectiv şi altfel decât prin una sau alta din formele sale de manifestare.

Elementul comun al celor două situații menționate este existența unui exces de cerere (*inflation gap*), iar, ca urmare, este preferabilă definirea inflației cu

[1] — Kornay J., *The Socialist System: A Political Economy of Comunism*, Princeton, N J: Princeton University Press, 1992.

ajutorul acestei note distinctive. Prin această prismă, se poate spune că *inflaţia este o situaţie a economiei caracterizată prin existenţa unei cereri globale de bunuri şi servicii mai mare decât oferta.*

Există şi alte posibilităţi de definire a inflaţiei, cum ar fi următoarea: *un impozit pe care îl plătesc deţinătorii de monedă, fie în formă monetară — în caz de creştere a preţurilor, fie în natură — în caz de penurie de bunuri.*

Acestea fiind spuse, trebuie arătat că, într-o economie cu preţuri flexibile, asimilarea inflaţiei cu creşterea generală şi durabilă a preţurilor este o aproximare utilă din punct de vedere practic. O asemenea tratare nu epuizează însă toate aspectele fenomenologice ale inflaţiei, care, în funcţie de intensitate şi de existenţa sau nu a unui proces cumulativ, poate fi „lentă" (*creeping inflation*) sau „galopantă" (*hyperinflation*).

În plus, latura practică a combaterii inflaţiei depinde de modul de rezolvare a problemei cuantificării dinamicii nivelului general al preţurilor.

2.2. Măsurarea inflaţiei

Faptul că inflaţia nu se manifestă întotdeauna prin creşterea preţurilor înseamnă că nu orice creştere de preţuri observată reflectă o situaţie inflaţionistă.

Într-adevăr, nivelul general al preţurilor se măsoară, de regulă, printr-un indice al preţurilor de consum, incluzând, deci, diverse taxe indirecte, cum ar fi, TVA. Or, creşterea (scăderea) acestor taxe determină creşterea (scăderea) indicelui, fără nici o legătură cu *gapul inflaţionist* şi fără ca alocarea veniturilor provenite din taxele respective să poată fi precizată. Modificarea nivelului impozitelor şi taxelor are, *a priori*, un efect mecanic asupra indicelui preţurilor, fără nici o legătură sistematică cu poziţiile în care se află curba cererii şi curba ofertei. Creşterea mecanică a indicelui poate chiar coincide cu o reducere a *gapului inflaţionist* intern, ca în cazul în care această creştere este provocată, de exemplu, de creşterea preţurilor produselor importate, care se repercutează apoi asupra preţurilor interne. Situaţia paradoxală în care are loc creşterea preţurilor în condiţiile în care oferta internă este mai mare decât cererea este numită „stagflaţie".

În altă ordine de idei, deoarece nivelul general al preţurilor priveşte preţurile tuturor bunurilor, este necesară o anumită simplificare a măsurii inflaţiei, deoarece, din motive practice evidente, este imposibilă înregistrarea tuturor preţurilor şi reflectarea tuturor dinamicilor acestora.

Astfel, pentru măsurarea inflaţiei, se lucrează, de regulă, doar cu preţurile de consum, în timp ce preţurile mijloacelor de producţie fac obiectul unor indici specifici.

De asemenea, în loc de a calcula un indice de preţuri pe baza unei liste exhaustive de bunuri, se determină indicele preţurilor unui eşantion reprezentativ de bunuri, identic, de regulă, cu „coşul" de consum al unei familii „medii". Or, cu toate regulile utilizate de statisticieni pentru alegerea eşantioanelor, contestarea acestora este oricând posibilă, ceea ce relativizează mult soluţiile propuse în literatură pentru măsurarea inflaţiei. În plus, bunurile selectate trebuiesc ponderate în funcţie de importanţa lor pentru consum, ceea ce introduce o nouă doză de subiectivism în construirea indicilor de acest gen.

În definitiv, toate aceste limite, inerente unui instrument cu caracter de mărime „medie", care nu poate reflecta totalitatea situaţiilor particulare create de gusturile şi preferinţele diverşilor indivizi, provin din faptul că noţiunea de „nivel general al preţurilor" este o noţiune macroeconomică. Or, la fel ca oricare altă noţiune macroeconomică, este inadecvată pentru înţelegerea deciziilor individuale.

Aceste dificultăţi referitoare la definirea naturii nivelului general al preţurilor şi cuantificarea mărimii macroeconomice respective, la care se adaugă problemele create de pluralitatea de sensuri ale noţiunii de „inflaţie", constituie o eclatantă ilustrare a amintitei „iluzii terminologice", care grevează adesea analiza fenomenelor monetare. Şi, de fapt, controversele cu privire la cauzele, efectele şi modalităţile de combatere a inflaţiei sunt provocate în mare măsură de această impreciziuni conceptuale şi empirice.

2.3. Cauzele inflaţiei

Admiţând că măsura concretă a inflaţiei este dinamica nivelului general al preţurilor, creşterea acestui indicator poate fi explicată printr-o multitudine de

factori: de la fiscalitate (Malestroict), la înmulţirea banilor (Bodin) şi la influenţa valorii importurilor (inflaţia importată).

Caracterul mecanicist al acestor abordări — indus de logica pe care se bazează construcţia diverşilor indici de preţuri — le diminuează totuşi foarte mult relevanţa. În plus, pentru a fi concordante cu fenomenul creşterii continue şi durabile a preţurilor, abordările respective presupun că taxele de consum şi preţurile produselor importate cresc în permanenţă, ceea ce este greu de admis că se petrece în realitate.

Dacă inflaţia este concepută ca o situaţie în care cererea globală este excedentară, dezbaterile cu privire la cauzele inflaţiei sunt însă mult mai fertile. În acest caz, problema cauzelor revine la cunoaşterea factorilor care provoacă ecartul: $C\text{-}O>0$.

Cu toate acestea, planurile în care se situează acţiunea factorilor respectivi sunt şi în acest caz foarte diferite, ceea ce explică pluralitatea explicaţiilor existente în literatură.

2.3.1. Cauze sociale

Decalajul persistent între cerere şi ofertă este atribuit adesea, într-un mod foarte general, valorilor fundamentale împărtăşite de indivizii care trăiesc într-o anumită societate. Astfel, absenţa inflaţiei într-o lungă perioadă de timp, care începe în zorii istoriei monetare şi se încheie în secolul XIX, este explicată prin valorile epocii premoderne, conform cărora poziţia în societate a unui om depinde de suprafaţa de pământ pe care o stăpâneşte; după cel de-al doilea război mondial, existenţa inflaţiei este pusă pe seama valorilor societăţii de consum.

Asemenea observaţii nu sunt, desigur, lipsite de interes, însă deplasează problema din plan economic în plan axiologic. Este adevărat că obiceiurile, tradiţiile, credinţele, într-un cuvânt, valorile, condiţionează gusturile şi preferinţele indivizilor, pe care analiza economică le consideră ca elemente date, dar studiul propriu-zis al modului de formare şi de schimbare în timp a valorilor transcede cadrul ştiinţei economice propriu-zise.

O modalitate apropiată de explicare a *gapului inflaţionist*, caracteristică unor variante atenuate ale „teoriei luptei de clasă", este cea care consideră că acest fenomen este consecinţa competiţiei dintre clasele şi categoriile sociale pentru

împărțirea și reîmpărțirea veniturilor între grupurile sociale sau între organismele care reprezintă grupurile respective (sindicatele muncitorești și patronate).

Pe lângă caracterul lor vag, aceste genuri de analize au dezavantajul că nu pot explica în mod valabil perioadele de stabilitate a prețurilor, așa cum au cunoscut economiile occidentale de la jumătatea anilor '80 ai secolului XX și până în prezent.

Într-adevăr, în acest caz, ar trebui să se presupună fie că „motorul" creșterii prețurilor, reprezentat de conflictele dintre grupurile sociale, a dispărut, ceea ce nu corespunde realității istorice, fie că structurile social- economice au încetat să mai fie cauze ale inflației.

De aceea, analizele consacrate cauzelor sociale ale inflației apar ca fiind mai degrabă expresii ale climatui social tensionat creat de inflație, decât ca demonstrații ale existenței unei legături inverse, adică orientate de la lupta de clasă către procesul inflaționist.

2.3.2. Legătura cu creșterea economică

Deși economiștii nu sunt de acord cu privire la numeroase aspecte ale inflației și ale creșterii economice (măsurare, cauze, efecte etc.), mulți consideră că o creștere constantă, previzibilă și ușoară a prețurilor creează climatul favorabil pentru o creștere economică sănătoasă.

Ideea că creșterea prețurilor este favorabilă creșterii economice este susținută, de exemplu, de analiza empirică efectuată de H. G. Johnson[1] deținerilor de monedă inactivă. Potrivit acestei analize, într-un climat inflaționist, deținătorii de sume de bani nefolosite, care nu cuprind, deci, disponibilitățile bănești constituite pentru necesitățile de producție viitoare sau pentru investiții, sunt loviți de inflație, suferind ceea ce se numește „impozitarea prin inflație". În modul acesta, inflația presează indivizii, într-o anumită măsură, să-și cheltuiască imediat veniturile bănești, ceea ce favorizează cumpărările de mărfuri și servicii și, deci, investițiile. În perioadele de inflație „forte", acest fenomen este evident, însă el se manifestă și în perioadele de creștere lentă a prețurilor, când pierderile suferite de deținătorii de sume bănești nefolosite sunt graduale și de mai mică valoare, dar la fel de reale. Și în

[1] — Johnson H. G., *Monetary Theory and Policy*, ed.cit.

acest din urmă caz, pierderile progresive respective sunt echivalente cu un impozit invizibil, perceput atât în favoarea indivizilor activi, care sunt generatorii creşterii economice actuale şi viitoare, cât şi în folosul statului, în măsura în care acesta beneficiază şi el de creşterea preţurilor.

„Impozitul" reprezentat de inflaţie constă, aşadar, în reducerea puterii de cumpărare a deţinătorilor de monedă inactivă; aceasta echivalează cu o redistribuire de venituri susceptibilă să stimuleze creşterea economică.

Analize empirice similare au fost efectuate cu privire la efectele pe care le exercită transferurile de putere de cumpărare de la un grup social la altul asupra înclinaţiei spre consum şi, respectiv, asupra înclinaţiei spre economisire a grupurilor respective. Şi aceste studii relevă că, în cazurile în care transferurile se produc dinspre grupurile sociale cu puternică înclinaţie spre economisire spre grupurile cu o puternică înclinaţie spre consum, creşterea economică este favorizată.

În termeni generali, se poate spune, deci, că investigaţiile empirice arată că deşi inflaţia este, în esenţa sa, o luptă între grupurile sociale pentru împărţirea veniturilor actuale, fenomenul respectiv constituie şi o modalitate de redistribuie a veniturilor viitoare. Aceasta, deoarece în cazul în care transferurile de putere de cumpărare provocate de creşterea limitată a preţurilor au loc în favoarea grupurilor sociale cu o puternică înclinaţie spre investiţii, creşterea volumului total al investiţiilor, rezultată de aici, determină creşterea veniturilor care vor fi distribuite în viitor în economie.

Sub aspect teoretic, ideea că inflaţia este legată de dezvoltarea economică poate fi raportată la două tipuri de analize:

1) analiza marxistă sau marxiană[1];

2) analiza lui N. Kaldor.

În ceea ce îl priveşte pe Marx, acesta s-a ocupat, ca să spunem aşa, *avant la lettre*, de inflaţie. Într-adevăr, deşi în secolul XIX nu se vorbea despre inflaţie în termenii în care se discută astăzi, în cunoscuta sa teorie a capitalului, care preia şi dezvoltă ideile lui Ricardo, Marx afirmă că, prin exploatarea clasei muncitoare, capitalismul ajunge într-o contradicţie ireductibilă: pe măsură ce

[1] — În literatura social-politică occidentală, se face distincţie între marxism şi marxianism. Marxismul implică o atitudine politică revoluţionară faţă de capitalism, în timp ce marxianismul se caracterizează prin adoptarea metodei de analiză social-economică a lui Marx — metoda globală —, fără însuşirea ideologiei sale. În acest sens, se poate spune, de exemplu, că Keynes a fost influenţat, se pare, de marxianism, deşi a fost un antimarxist notoriu.

societatea se dezvoltă, se manifestă o tendință de scădere continuă a ratei profitului.

De fapt, această faimoasă „lege a scăderii ratei profitului" în societatea capitalistă privește nu numai rata profitului, ci și masa acestuia, adică totalul veniturilor care revin clasei capitaliștilor. În consecință, capitalismul trebuie să dispară, deoarece conține în sine cauza propriei sale prăbușiri[1].

„Legea scăderii continue a ratei profitului" nu s-a verificat niciodată în practică, însă pentru marxiștii convinși aceasta nu este o dovadă a lipsei de valabilitate a „legii" amintite, ci rezultatul stratagemelor la care recurg capitaliștii deveniți conștienți de situația contradictorie în care se află. Asfel, ei încearcă să iasă din situația respectivă prin cucerirea de piețe externe (colonialism, imperialism etc.), precum și prin folosirea împrejurării că, cel puțin în secolul XIX, clasa muncitoare nu este organizată.

În condițiile respective, salariații formează o „armată de rezervă", al cărui efectiv crește din cauza sporirii natalității (Malthus) și la care capitaliștii pot recurge, plătind salarii din ce în ce mai mici. Mărimea salariului este, deci, o variabilă perfect flexibilă, care poate scădea până la pragul minim necesar pentru subsistență. Creșterea economică se obține, așadar, prin exploatarea clasei muncitoare.

Ideea de mai sus a fost preluată de autorii sovietici, iar după exemplul acestora, de autorii din celelalte țări comuniste. Ca urmare, teza centrală a lucrărilor economice apărute în țările comuniste este că inflația constituie un fenomen specific capitalismului, unde, departe de a constitui un factor de creștere economică, reprezintă o expresie a crizei profunde a acestui mod de producție.

De exemplu, în manualul de economie politică de referință, apărut în anii '70 în România, concepția că inflația este un fenomen specific capitalismului este exprimată astfel:

„Prin natura sa, inflația apare ca o «boală» monetară de care suferă țările capitaliste mai ales în perioada crizei generale. Inflația are un pronunțat caracter de clasă, ea duce la redistribuirea venitului național în folosul claselor exploatatoare și în dauna oamenilor muncii"[2].

---

1 — Pentru marxiștii ortodocși, lupta împotriva capitalismului este, deci, destul de ușoară, deoarece „capitaliștii sunt proprii lor gropari".

2 — *Economie politică*, ed.cit., vol. I, p. 368.

Această idee a fost împărtăşită, de altfel, şi de autorii marxişti occidentali, mai ales francezi[1], care au susţinut şi ei că, în secolul XIX, inflaţia nu a fost un factor de creştere economică, deoarece creşterea s-a realizat atunci prin exploatarea clasei muncitoare. „Armata de rezervă" a constituit, deci, un fel de „sursă de creştere", care a permis capitaliştilor să iasă din situaţia contradictorie în care erau prinşi prin scăderea continuă a salariilor şi exploatarea clasei muncitoare. Conform acestei concepţii, inflaţia este un fenomen contrar intereselor clasei muncitoare şi favorabil intereselor capitaliştilor.

În ceea ce priveşte economia socialistă — considerată de autorii respectivi superioară, din toate punctele de vedere, celei capitaliste —, aceasta este scutită de flagelul inflaţiei. De fapt, în economia socialistă, fiind stabilite administrativ, preţurile, într-adevăr, nu cresc şi, deci, nu există „inflaţie deschisă" (*open inflation*). Cu toate acestea, în cazul în care cererea este mai mare decât oferta, şi aici se manifestă amintita penurie generalizată de bunuri (inflaţie ascunsă).

Pe această linie de gândire, însă într-o atmosferă „dezideologizată", N. Kaldor[2] a arătat că, în general, pentru a exista creştere economică, trebuie să existe excedente (surplusuri) neconsumate, care constituie „rezervorul" din care sunt reinjectate în economie investiţiile. Acest „rezervor" este reprezentat de totalitatea profiturilor, care, în economia capitalistă, revin, evident, întreprinzătorilor. Aceştia sunt promotorii afacerilor, beneficiarii şi deţinătorii acumulărilor, ceea ce le conferă imensul avantaj de a fi posesorii surselor de putere din care se alimentează forţele care vor crea economia viitorului.

A doua concluzie a lui Kaldor — în legătură cu care se poate discuta însă foarte mult — este că creşterea preţurilor este mult mai favorabilă menţinerii şi creşterii profiturilor, decât stabilitatea preţurilor. În ceea ce priveşte scăderea preţurilor — aşa cum a avut loc aceasta de mai multe ori în secolul XIX —, ea duce la diminuarea profiturilor şi, deci, la golirea „rezervorului" de putere reprezentat de acestea.

Faptul că, în condiţiile în care nu este foarte puternică, creşterea preţurilor stimulează creştere economică, deoarece majorează profiturile — sursa investiţiilor — explică, după Kaldor, motivul pentru care economiile

---

[1] — De ex., Aujac H., *L'Inflation, Consequence Monetaire du Comportement des Groupes Sociaux*, Economie Appliquee, 2, 1950 ; Leroux A., *La France, L'Inflation et les Socio-Structures*, GEEDA, Paris, 1980.

[2] — Kaldor N., *Economic Growth and the Problem of Inflation*, Economica, 1959.

contemporane continuă să se dezvolte, deşi, în aceste economii, salariile nu numai că nu scad, ci chiar cresc. Cu alte cuvinte, dacă, în secolul XIX, creşterea economică s-a realizat prin scăderea salariilor şi exploatarea clasei muncitoare, în prezent, creşterea se realizează într-o modalitate mult mai satisfăcătoare, în sensul că permite creşterea salariilor şi, deci, îmbunătăţirea nivelului de trai.

Se observă că, în modul acesta, analiza teoretică a legăturii dintre inflaţie şi creşterea economică îşi pierde caracterul său revoluţionar iniţial. Concluzia sa generală — împărtăşită în prezent de un mare număr de economişti — este că, în măsura în care favorizează creşterea profiturilor şi nu depăşeşte anumite limite, creşterea preţurilor stimulează creşterea economică.

Creşterea preţurilor este considerată, deci, un mijloc de ajustare a economiilor contemporane, care evită, într-o anumită măsură, exploatarea salariaţilor. Totuşi, deoarece salariaţii nu pot decide asupra destinaţiilor profitului şi nu participă, deci, la deciziile de investiţii care determină creşterea economică, în cazul în care salariile nu cresc la fel de rapid ca preţurile, ei riscă în continuare să fie exploataţi. Unii autori insistă asupra acestui aspect, afirmând că inflaţia lentă a permis trecerea de la exploatarea făţişă a forţei de muncă, specifică secolului XIX, la exploatarea mascată, caracteristică perioadei actuale. Această exploatare „deghizată" — şi, am adăuga noi, plăcută, din moment ce duce la creşterea bunăstării generale — se menţine şi la ora actuală, în pofida negocierilor sindicale din zilele noastre şi în pofida dorinţei reale care există uneori de a face ca salariaţii să participe la deciziile de investiţii.

Concluzia care se desprinde din analizele de acest gen este că stabilitatea preţurilor din secolul XIX a fost contrară intereselor salariaţilor, în sensul că a făcut ca creşterea economică să se realizeze prin exploatarea deschisă a forţei de muncă. Stabilitatea monedei a avut, deci, un anumit „preţ" uman.

În prezent, ca urmare a mutaţiilor structurale menţionate, nu mai există reduceri de salarii nominale, ci o presiune continuă în direcţia creşterii preţurilor, care este în acelaşi timp benefică şi periculoasă. Această îmbinare de foloase şi de pericole, specifică, de altfel, întregii civilizaţii contemporane, impune controlarea, supravegherea şi dirijarea a ceea ce destul de neinspirat a fost numită inflaţie „conştientă", „târâtoare" sau „lentă". Căci, în măsura în care este folositoare, o asemenea inflaţie nu ar trebui, desigur, eliminată, însă, dacă este cu adevărat periculoasă, ea trebuie combătută printr-o printr-o politică monetară potrivită şi aplicată cu toată fermitatea.

2.3.3. Inflaţia structurală

O explicaţie cu un carater economic mai accentuat a inflaţiei este cea care pune acest fenomen pe seama structurii economiei reale, în sensul de structură a pieţelor, aşa cum este definită aceasta în manualele de macroeconomie (numărul şi mărimea concurenţilor, cota de piaţă a principalilor ofertanţi etc.).

După cum se ştie, pieţele pot fi clasificate în mai multe tipuri: concurenţă perfectă, concurenţă imperfectă (monopol, oligopol) etc.

În economiile contemporane, există o tendinţă de modificare a structurii pieţelor în direcţia dispariţiei concurenţei perfecte şi apariţiei structurilor monopoliste şi oligopoliste, iar aceasta, atât în sfera producţiei, cât şi în cea a circulaţiei mărfurilor (carteluri, trusturi, înţelegeri etc.). Or, structurile monopoliste şi oligopoliste — la fel ca sistemele de valori şi structurile socio-profesionale actuale — constituie factori care împiedică scăderea preţurilor, determinând, dimpotrivă, creşterea acestora.

Într-adevăr, după cum rezultă din figura nr. 10, asemenea structuri pot duce la nivelele ale preţurilor mai mari decât cele care ar exista în condiţii de concurenţă perfectă.

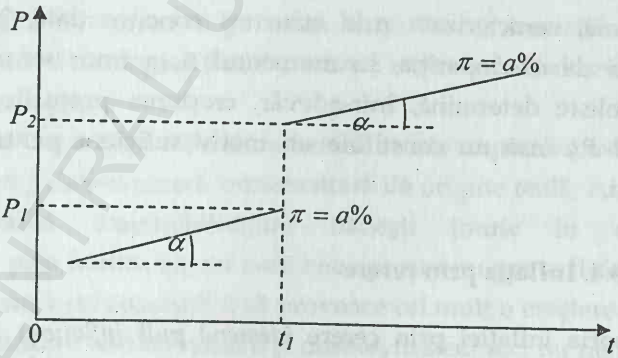


Fig. nr.10: Inflaţia şi structura pieţelor

Afirmaţia de mai sus este confirmată de numeroase exemple istorice şi actuale, dintre care cel mai cunoscut este modul de formare a preţurilor produselor industriale comparativ cu modul de formare a preţurilor produselor agricole.

Astfel, toţi autorii care au analizat inflaţia structurală (*core inflation*) arată, de exemplu, că, în SUA, în sectoarele cu grad mare de concentrare a producţiei

şi, deci, cu accentuat caracter oligopolic (industria oţelului, a construcţiilor de maşini grele etc.), există o tendinţă permanentă de creştere a preţurilor, independentă de evoluţia cererii şi, respectiv, a salariilor.

De asemenea, se ştie că preţurile produselor agricole se formează adesea după alte reguli decât cele ale pieţei liber-concurenţiale; în acest sector, se vorbeşte, astfel, despre preţuri „administrate", „subvenţionate" etc., mai degrabă decât despre preţuri formate prin negocieri libere.

Un alt exemplu este cazul actual al României, unde, ca urmare a reminescenţelor economiei socialiste, unele sectoare importante ale economiei continuă să se afle în situaţia de monopol, ceea ce constituie un important factor de tensiuni inflaţioniste, indiferent de alte cauze din domeniul cererii sau al costurilor.

Cu toate acestea, modificarea structurii pieţelor, în sensul creşterii ponderii segmentelor monopoliste şi oligopoliste, nu explică motivul pentru care are loc creşterea continuă a nivelului general al preţurilor. Căci, după cum se observă din figura nr. 10, asemenea evenimente sunt operaţiuni punctuale, care modifică brusc (*on shot*) nivelul preţurilor, însă nu au nimic de a face cu evoluţia ulterioară a acestora. Astfel, după cum rezultă din figura de mai sus, dacă o economie, caracterizată prin structuri concurenţiale, înregistrează o rată a inflaţiei de $a\%$, apariţia, în momentul t_1, a unor structuri monopoliste sau oligopoliste determină, într-adevăr, creşterea preţurilor de la nivelul P_1 la nivelul P_2, însă nu constituie un motiv suficient pentru continuarea acestei creşteri.

2.3.4. Inflaţia prin cerere

Teoria inflaţiei prin cerere (*demand pull inflation*) şi teoria inflaţiei prin costuri (*cost push inflation*) sunt considerate amândouă teorii keynesiene, deşi Keynes însuşi a fost iniţial cantitativist (1930), iar apoi şi-a construit doctrina pe baza ipotezei că preţurile sunt fixe (1936).

Aceste teorii au fost la apogeu în anii '50 ai secolului XX, în special ca urmare a lucrărilor lui F. Machlup[1] şi J. Duesenbery[2].

---

[1] — Machlup F., *Another View of Cost-Push and Demand-Pull Inflation*, Review of Economic Studies, May, 1950.

[2] — Duesenbery J., *The Mecanics of Inflation*, Review of Economic Studies, May, 1950.

De obicei, teoriile menționate sunt opuse interpretărilor monetariste, după care inflația este exclusiv un fenomen monetar, însă această opoziție nu este nici pe departe aşa de tranşantă, cum lasă să se creadă variantele vulgarizatoare ale teoriilor respective. Căci, la fel cum cauzalitățile cantitative nu pot fi concepute fără a accepta că există o acțiune a sferei monetare asupra pieței reale a bunurilor şi serviciilor, nici teoriile keynesiene menționate nu sunt analize exclusiv ale economiei reale, ci presupun şi ele existența unei creşteri independente a cantității de monedă.

Inflația prin cerere este provocată, după cum arată şi numele, de un exces de cerere, ceea ce, în lumea contemporană, tinde să fie situația economică cea mai frecventă.

Într-adevăr, dacă cererea este primordială în raport cu oferta, aşa cum susțin un mare număr de economişti contemporani de orientare keynesiană, realizarea echilibrului între aceste mărimi macroeconomice, în condiții de stabilitate a prețurilor, este imposibilă. Există, deci, în fiecare moment, un exedent al cererii globale față de oferta globală, ceea ce constituie un puseu inflaționist care nu poate fi eliminat.

Teoria inflației prin cerere nu se rezumă, evident, la constatarea excedentului cererii globale existente pe piața bunurilor şi serviciilor. Căci, aceasta ar fi o modalitate tautologică de „explicare", care nu face altceva decât să detalieze definiția inflației.

Pentru a fi cu adevărat o explicație nemonetară, teoria respectivă trebuie să explice *gapul inflaționist* printr-o cerere suplimentară de origine reală, cum ar fi, de exemplu, activarea disponibilităților băneşti ținute în rezervă (detezaurizare)[1]. Însă, prin natura sa, un asemenea proces nu poate fi continuu şi durabil, iar, ca urmare, este susceptibil să provoace cel mult o creştere *on shot* a prețurilor. De fapt, autorii neokeynesieni şi postkeynesieni nici nu mai susțin această interpretare inițială, ci admit — ca în amintita analiză a motivului finanțării — că, pentru a avea loc creşterea continuă şi durabilă a prețurilor, excesul de cerere trebuie solvabilizat printr-o creştere a ofertei de monedă.

În prezent, explicația tendinței cererii globale de a fi tot timpul mai mare decât oferta globală ține de faptul că, în lumea contemporană, conştientizarea nevoilor diverselor grupuri sociale face ca dorințele să depăşească întotdeauna

[1] — De ex., Johnson H. G., *Monetary Theory and Policy*, ed.cit.

posibilitățile de a le satisface. Altfel spus, într-o societate care a devenit conştientă de forța sa şi care are nevoi mereu crescânde, dorințele cresc, în pofida progresului tehnic, mai repede decât posibilitățile de satisfacere a acestora. Acest decalaj corespunde ambianței psiho-sociale menționate, caracteristică unei societăți conştiente şi a cărei putere creşte în permanență. Într-o asemenea societate, cererea globală este, prin natura sa, tot timpul mai mare decât oferta globală, deşi progresul tehnic tinde să reducă această discrepanță. Aceasta, deoarece tehnologiile se perfecționează lent, pe când cererea este exigentă în ceea ce priveşte urgența nevoilor sale. Ca urmare, *gapul inflaționist* există în toate societățile contemporane, constituind forma în care se manifestă progresul tehnico-ştiințific din zilele noastre.

Excesul de cerere este, însă, susceptibil să producă ceea ce se numeşte „spirală inflaționistă" sau „cercul vicios al inflației", termeni care exprimă ideea de creştere exponențială nelimitată a prețurilor.

Într-adevăr, un exces de cerere tinde să antreneze creşterea prețurilor, ceea ce, natural, va contribui la amorsarea unei creşteri a producției. Căci, producătorii, întreprinzătorii etc., ştiu că, prin vânzare unor cantități de bunuri mai mari şi la prețuri mai ridicate, îşi vor spori profiturile, iar, ca urmare, vor încerca să-şi mărească producția. Însă, creşterea producției va antrena, probabil, creşterea salariilor, deoarece angajații vor dori să participe şi ei la foloasele pe care le aduce dezvoltare firmelor la care lucrează. Or, creşterea salariilor determină creşterea puterii de cumpărare a populației, antrenând, deci, o nouă creştere a cererii excedentare. Se observă că, în modul acesta, apare un „cerc vicios": se porneşte de la o cerere excedentară şi se ajunge din nou la o cerere excedentară.

Dacă noua cerere excedentară este mai mare decât cererea inițială, va începe un nou tur al circuitului: cererea respectivă antrenează o şi mai mare creştere a prețurilor, care, la rândul său, determină creşterea producției şi, deci, a salariilor, ceea ce duce la creşterea puterii de cumpărare şi, deci, a cererii excedentare ş.a.m.d. Ca urmare, dacă nimic din exterior nu opreşte această „spirală", economia intră pe calea infernală a inflației prin cerere.

2.3.5. Inflaţia prin costuri

Unii autori susţin că forţa motrice a inflaţiei nu se află neaparat în domeniul cererii; ea se poate afla în domeniul ofertei — în particular al ofertei de mână de lucru, ori în domeniul costurilor — în particular, al salariilor.

Să presupunem că, din diverse motive (o grevă reuşită, mişcări de protest etc.), are loc o creştere a salariilor plătite de intreprinderi. Salariul este un element de cost, iar, ca urmare, creşterea salariilor va determina creşterea costurilor şi, deci, a preţurilor. Trebuie totuşi precizat că, deoarece salariul este doar unul din elementele de cost, nu este obligatoriu ca preţurile să crească în aceiaşi proporţie ca salariile. Însă, creşterea preţurilor, chiar dacă este mai mică decât cea a salariilor, riscă (în funcţie de situaţia pieţei şi de psihologia întreprinzătorilor — ca reacţie la creşterea de preţuri, mai ales dacă creşterea respectivă a fost obţinută printr-o luptă sindicală acerbă, în care patronii au fost învinşi) să provoace scăderea producţiei. Aceasta, îndeosebi în cazul în care piaţa nu este foarte favorabilă; în acest caz, creşterea preţurilor de producţie, combinată cu scăderea ofertei, vor determina creşterea preţurilor cu amănuntul şi, deci, reducerea puterii de cumpărare a salariilor, care iniţial a crescut.

Scăderea puterii de cumpărare a salariaţilor creează din nou nemulţumiri în rândul acestora şi, deci, noi lupte sindicale, care vor conduce, probabil, dacă forţa sindicatelor este suficient de mare, la o nouă creştere de salarii ş.a.m.d.

Aceasta este celebra „spirală inflaţionistă preţuri-salarii", despre care se vorbeşte atât de mult la ora actuală. De fapt, cu excepţia faptului că punctul de plecare este diferit, este vorba despre o „spirală" de acelaşi gen ca cea menţionată anterior: se porneşte de la o creştere de salarii şi se ajunge din nou la o creştere de salarii.

Cu alte cuvinte, un prim circuit inflaţionist — descris în paragraful precedent — este însoţit de un al doilea circuit, iar această multiplicare a circuitelor inflaţioniste poate continua la infinit.

Este de notat totuşi că inflaţia prin costuri nu se dezvoltă decât în anumite condiţii. Astfel, pentru ca acest tip de inflaţie să se menţină, este necesar ca reacţia patronală la creşterea salariilor să fie rigidă, ceea ce înseamnă că patronii, care realizează un anumit profit, încearcă să-şi menţină profitul respectiv. În caz contrar, adică atunci când patronii acceptă sau sunt obligaţi să-şi reducă profiturile, inflaţia prin costuri va dura mai puţin, deoarece diminuarea profiturilor compensează creşterea salariilor.

Înseamnă că principala problemă care se pune aici este de ordin social şi că aceasta ține de relația: producție — salarii — profituri. Ca urmare, dacă soluția acceptată pentru rezolvarea problemei sociale respective este diminuarea profiturilor, nu va exista inflație prin costuri — în sensul arătat al termenului.

În al doilea rând — şi acesta este principalul argument al organizațiilor sindicale —, dacă, într-o perioadă de progres tehnic, ca cea în care se află omenirea la ora actuală, creşterea salariilor este neutralizată de creşterea productivității, aceasta din urmă va anhila, în ipoteza că este suficientă, creşterea salariilor. Cu alte cuvinte, în cazul în care principalul factor de creştere economică este creşterea productivității, inflația prin creşterea salariilor nu este posibilă. Invers, dacă creşterea salariilor rezultă dintr-o creştere a productivității sau din perspectiva unei asemenea creşteri, creşterea de salarii respectivă nu este inflaționistă.

În al treilea rând, „cercul vicios" amintit nu apare decât în cazul în care elasticitatea cererii este una defavorabilă, în sensul că creşterea prețurilor determină reducerea cererii. În cazul în care cererea se adaptează la creşterea prețurilor, deoarece nevoile sunt foarte puternice, majorarea prețurilor nu va afecta desfacerea produselor, iar creşterea salariilor nu va duce automat la creşterea prețurilor.

Rezultă că profiturile, productivitatea şi elasticitatea cererii sunt factori colaterali, care pot împiedica dezvoltarea inflației salariale, adică a inflației prin costuri.

La cele de mai sus, trebuie adăugat faptul deja menționat că salariile nu sunt singurul element de cost. Într-adevăr, în structura costului intră şi alte elemente, care pot creşte din diverse cauze, generând, astfel, creşteri de prețuri de tip inflaționist. De exemplu, creşterea prețurilor materiilor prime importate, ca urmare a situației pieței internaționale, determină creşterea costurilor şi, deci, creşterea prețurilor bunurilor fabricate din materiile prime respective. Tot aşa, creşterea prețurilor bunurilor de consum importate duce la creşterea prețurilor cu amănuntul ale produselor respective etc. În toate aceste cazuri, apare, deci, o inflație de origine externă, printr-un mecanism care nu este cel al creşterii cererii, ci al schimburilor cu străinătatea.

Mai trebuie spus că, dacă, la originea creşterii salariilor se află existența unei cereri excedentare pe piața forței de muncă, inflația prin costuri nu este decât un alt mod de a spune că *gapul inflaționist* se reduce la un *gap inflaționist*

specific, existent pe o piaţă particulară: piaţa mâinii de lucru. Dar, aceasta nu este o explicare a problemei, ci o reducere a sa la un caz particular.

În fine, trebuie precizat că unele elemente de cost sunt stabilite de către stat. Este vorba în principal despre costul serviciilor publice, care, în societăţile contemporane, sunt prestate adesea la preţuri mici sau în mod gratuit. Or, statul, acest personaj suveran, însărcinat, printre altele, să împiedice creşterea preţurilor cu amănuntul, poate decide să nu mai acorde facilităţile amintite, deoarece acestea îl costă prea mult, caz în care majorarea preţurilor bunurilor colective (de exemplu, a tarifelor de transport) duce la creşterea costurilor şi, deci, la majorarea preţurilor, într-un mod asemănător cu creşterea generată de presiunile sindicale. Este însă evident că, în acest caz, clasa salarială este complet străină de creşterea de preţuri amintită, responsabilitatea creşterii costurilor revenind statului, adică tocmai celui care îşi asumă rolul de gardian al preţurilor.

*

* *

Rezultă că nu există o singură cauză a inflaţiei, ci mai multe cauze, care se combină între ele, fără a se putea şti întotdeauna care este cauza dominantă. La fel ca peste tot domeniul economic, principiul cauzei finale unice — oricât de seducător ar fi el din punct de vedere intelectual — nu se aplică. De aceea, disputele care au loc adesea în legătură cu delimitarea diverselor cauze ale inflaţiei sunt — la fel ca toate disputele doctrinare — oarecum artificiale.

Prin această prismă, opoziţia între monetarişti şi keynesieni cu privire la cauzele inflaţiei este mai degrabă o controversă cu privire la sensul noţiunii de „cauză".

În concepţia monetaristă, cauza iniţială este creşterea cantităţii de monedă, iar secvenţa prin care acţionează factorul respectiv este: $\Delta M \rightarrow C - O > 0 \rightarrow \Delta P$.

În concepţia keynesiană, creşterea cantităţii de monedă este condiţia care permite manifestarea decalajului între cerere şi ofertă, conform următoarei secvenţe: $C - O > 0 \rightarrow \Delta M \rightarrow \Delta P$.

În primul caz, există, deci, o ofertă de monedă *exogenă* şi o cerere de monedă *stabilă*, pe când, în cazul al doilea, există o ofertă *endogenă* şi o cerere *instabilă*, însă, în ambele cazuri, emitenţii monedei sunt direct răspunzători de

apariția și amplificarea inflației, fie prin impulsul pe care îl dau *a priori*, fie prin validarea *a posteori* a deciziilor pe care le-au luat. Și, de fapt, această implicare a autorităților monetare este cea care deplasează discuția de la analiza pozitivă a cauzelor inflației spre analiza normativă a măsurilor de politică monetară susceptibile să remedieze prejudiciile. Căci, aceste măsuri depind de aprecierile cu privire la efectele inflației.

Afirmația anterioară că disputele cu privire la cauzele inflației — adesea foarte aprinse — sunt mai degrabă semantice nu înseamnă că dezbaterile respective sunt de importanță exclusiv academică și fără influență asupra deciziilor politice. De exemplu, dacă punctul de vedere care triumfă la un moment dat este că principala cauză a inflației este creșterea costurilor, în speță a celor salariale, această concluzie, deși indiscutabil parțială, va imprima, cu siguranță, o anumită conduită politică, și anume de respingere a oricăror revendicări formulate de sindicate. Căci, după cum spunea Keynes, nimic nu se compară cu influența pe care o exercită invazia progresivă a ideilor.

2.4. Efectele inflației

Înțelegerea mecanismului inflației presupune cunoașterea factorilor care determină variațiile ofertei de monedă, adică a politicii monetare. În capitolele anterioare, au fost analizate mecanismele creației monetare, iar ca urmare, în continuare, se pune problema examinării motivelor pentru care autoritățile decid uneori să ducă o politică monetară favorabilă inflației.

În esență, considerentele pentru care autoritățile optează pentru o asemenea politică monetară rezidă în aprecierile pozitive care se fac cu privire la efectele pe care inflația le exercită asupra șomajului, deficitului de cont curent, stabilității financiare și cheltuielilor publice.

Natura politicilor monetare inflaționiste susceptibile a permite atingerea acestor obiective depinde de cadrul adoptat pentru analiză, în special de contextul informațional în care aceasta se situează. Astfel, în condiții de informare perfectă, politicile respective pot fi discreționare și transparente, însă lucrările reprezentative pentru „noua economie clasică" învederează că, în condiții de informare imperfectă, aceste politici sunt mai eficace atunci când nu sunt anticipate de agenții economici.

2.4.1. Inflaţia şi şomajul

Utilizarea inflaţiei (simbolizată cu π) pentru a reduce rata şomajului (simbolizată cu U) presupune existenţa unei relaţii între cele două variabile de tipul: $\pi = f(U)$. Într-adevăr, dacă o asemenea relaţie există, este necesar şi suficient ca autorităţile monetare să stabilească rata şomajului pe care o doresc şi să practice rata inflaţiei corespunzătoare.

Problema existenţei unei relaţii inflaţie-şomaj constituie elementul central al controversei dintre teoria clasică şi teoria keynesiană. Conform celei dintâi, şomajul se resoarbe printr-o ajustare treptată a pieţelor, pe când, potrivit celei de-a doua, şomajul este o stare normală a economiei, care nu poate fi eliminată decât prin intervenţia statului. În teoria keynesiană, această concluzie este dedusă pe baza ipotezei că preţurile sunt rigide, ceea ce face imposibilă ajustarea pieţelor. Astfel, economia nu se află niciodată în echilibru şi nu poate cunoaşte decât două situaţii:

1) recesiune, insuficienţa cererii globale (deflaţie) şi şomaj;

2) supraîncălzire, ocupare deplină a mâinii de lucru şi inflaţie.

În teoria keynesiană, existenţa unei relaţii inflaţie-şomaj este, deci, implicită. Relaţia respectivă va deveni însă explicită prin publicarea în anul 1958 a articolului deja citat al lui A. Phillips[1].

„Curba Phillips" constituie, de fapt, elementul care lipseşte din teoria keynesiană. Într-adevăr, deşi postulează rididitatea preţurilor bunurilor şi serviciilor, această teorie nu conţine un model explicativ al formării preţurilor; ipoteza rigidităţii preţurilor înseamnă pur şi simplu că acestea nu se formează pe piaţa bunurilor şi serviciilor prin confruntarea cererii cu oferta şi că, deci, sunt nedeterminate.

Introducerea „curbei Phillips" rezolvă problema nedeterminării preţurilor, însă o face afirmând că dinamica preţurilor, adică inflaţia, depinde de rata şomajului.

Criticile aduse în cursul timpului la adresa curbei Phillips sunt numeroase, vizând atât ipotezele pe care se bazează conceptul şi instrumentul analitic respectiv, cât şi rezultatele testelor statistice[2].

---

[1] — Phillips A., *The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in United Kingdom, 1861-1957*, ed.cit.

[2] — A se vedea cap. VII § 4.1 *supra*.

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Obiecțiile cele mai importante sunt totuși cele formulate de M. Friedman[1], care a dezvoltat conceptul de „șomaj natural", precum și de E. Phelps[2], R. Lucas[3] și de ceilalți reprezentanți ai „noii economii clasice", care au aplicat la studiul politicii monetare conceptul de „anticipații raționale"[4].

Fără a relua aici prezentarea argumentelor pe care se bazează aceste critici, reamintim că soluția propusă de autorii respectivi este asigurarea credibilității băncii centrale. De aceea, problema căilor prin care banca centrală poate dobândi sau pierde credibilitatea constituie, la ora actuală, unul din subiectele cele mai amplu dezbătute în literatură[5].

2.4.2. Inflația și deficitul contului curent

Politica monetară poate fi utilizată, *inter alia*, pentru reducerea deficitului balanței de plăți. Punctul de plecare al raționamentului este constatarea faptului că deprecierea monedei naționale determină ieftinirea mărfurilor exportate și scumpirea bunurilor importate de țara respectivă, ceea ce duce la diminuarea deficitului. Pentru a obține acest rezultat, autoritățile trebuie să crească masa monetară: inflația rezultată de aici determină deprecierea monedei naționale, ceea ce duce, mai departe, la creșterea exporturilor, reducerea importurilor și — sub efectul conjugat al acestor modificări — diminuarea defictului balanței plăților curente cu străinătatea[6].

Să presupunem că funcția-obiectiv a băncii centrale este construită astfel încât să cuprindă atât obiectivul reducerii inflației, cât și obiectivul reducerii deficitului balanței plăților curente. Aceasta înseamnă că obiectivul autorităților este minimizarea costurilor implicate de dezechilibrul balanței și de creșterea inflației:

$$L = \min\left[\frac{\pi^2}{2} - \frac{a}{2}\left(B^* - B\right)^2\right] \tag{13}$$

unde:

---

1 — Friedman M., *The Role of Monetary Policy*, ed.cit.
2 — Phelps E., *Microeconomic Foundations of Employment and Inflation Theory*, ed.cit.
3 — Lucas R., *Expectations and Neutrality of Money*, ed. cit.
4 — Cap. VII § 4.2 și §4.3 *supra*.
5 — A se vedea cap. IX *supra*.
6 — Cerna S., ș.a., *Economie monetară și financiară internațională*, ed. cit., p. 169-184.

a — parametru care reprezintă preferința relativă a autorităților pentru controlul soldului balanței de plăți sau pentru controlul inflației;

B^* – obiectivul în materie de sold al balanței de plăți;

B — soldul actual.

Pentru a atinge obiectivul definit de ecuația (13), autoritățile anunță că vor provoca o depreciere a monedei naționale de $a\%$.

Să mai presupunem că rata salariului real, existentă pe piața muncii, este mai mare decât nivelul de echilibru şi că autoritățile decid să acționeze pentru reducerea deficitului balanței.

În aceste condiții, procesul se desfăşoară în două faze:

- faza I: sindicatele şi angajatorii negociază un nivel al salariilor în funcție de deprecierea anticipată;

- faza II: dacă autoritățile provoacă o depreciere mai mare decât cea anunțată, creşterea prețurilor interne rezultată de aici este mai mare decât cea anunțată, $\pi > \pi^a$; această eroare de anticipare induce o relație de tip Lucas:

$$U^* - U_n = b(\pi - \pi^a) \tag{14}$$

ceea ce înseamnă că are loc o creştere a gradului de ocupare a mâinii de lucru şi a producției. Ca urmare, se creează posibilități sporite de creştere a exporturilor şi de producere a unor înlocuitori ai importurilor, ceea ce determină reducerea deficitului balanței de plăți.

Analiza şi concluziile sunt, aşadar, asemănătoare cu cele privitoare la relația inflație — şomaj.

2.4.3. Stabilitatea prețurilor şi stabilitatea financiară

Una din noile provocări cărora trebuie să le facă față economiile contemporane este realizarea stabilității financiare. Într-adevăr, la acest început de mileniu III, capitalurile circulă instantaneu şi în forme tot mai sofisticate pe piețe din ce în ce mai integrate la nivel mondial. Pe termen lung, această evoluție favorizează alocarea cu eficiență sporită a resurselor mondiale de capital, permițând adaptarea rapidă a modalităților de finanțare la nevoile economiei reale. Aceasta, datorită, în principal, capacității de inovare a

industriei financiare. Însă, în fața acestei reactivități și eficacități sporite, sfera financiară nu este scutită de tensiuni și de mișcări destabilizatoare, generatoare de riscuri atât pentru actorii propriu-ziși ai sistemului financiar, cât și pentru economie în ansamblul său.

În aceste condiții, economiștii contemporani sunt, în general, de acord că un rol important ce revine băncii centrale în economiile contemporane este asigurarea stabilității financiare. Această idee a fost dezvoltată, de exemplu, de M. Goodfriend[1] și R. King[2], care au arătat că implicarea autorităților în asigurarea stabilității financiare este cu atât mai necesară în cazul țărilor cu economie emergentă, în care pieţele financiare sunt slab dezvoltate. În acest caz, argumentul nu este concurența internațională, ci necesitatea dezvoltării unui sistem de plăți eficient, care să permită reducerea costurilor de tranzacționare și de informare.

Cu toate acestea, dat fiind caracterul relativ al conceptului de „stabilitate financiară", sarcinile care revin în acest domeniu băncii centrale sunt destul de controvesate în doctrină. Iar stipularea acestor atribuții în textele legale este și ea destul de imprecisă[3].

Se poate totuși spune că principala cauză a interesului deosebit al băncilor centrale moderne pentru asigurarea stabilității financiare este faptul că politica monetară nu poate fi pe deplin eficace, decât dacă se bazează pe mecanisme de transmisie previzibile, ceea ce presupune un mediu financiar suficient de stabil. Reciproc, stabilitatea prețurilor — obiectiv final al politicii monetare — constituie o condiție necesară, deși nu suficientă, pentru asigurarea stabilității financiare.

Ca urmare, băncile centrale moderne acționează toate atât pentru îndeplinirea obiectivului stabilității prețurilor, cât și pentru asigurarea stabilității sectorului financiar. Deși este adevărat că stabilitatea financiară nu constituie, de regulă, un obiectiv explicit pentru băncile centrale moderne, instabilitatea financiară sistemică poate anula performanțele acestora în atingerea obiectivului lor final major: stabilitatea prețurilor[4]. Căci, din cauza nevoii pe care o crează de a injecta lichidități suplimentare în sistemul bancar, o

---

1 — Goodfriend M., *Monetary Miystique: Secrety and Central Banking*, ed. cit.
2 — King R., *On the Economics of Private Money*, Journal of Monetary Economics, 12, 1, July, 1983.
3 — Cerna S., ș.a., *Stabilitatea financiară*, ed.cit., p. .....
4 — Feldman A., Watson M., *Into the EU. Policy Frameworks in Central Europe*, IMF, 2002

criză a sectorului bancar poate afecta direct stabilitatea monetară. De aici, amintita complementaritate între stabilitatea preţurilor şi stabilitate financiară, cu toate că realizarea celei dintâi nu implică neapărat asigurarea celei din urmă.

Un alt argument puternic în sprijinul acestei poziţii este de ordin istoric: numeroase fapte mai vechi sau mai noi arată că crizele bancare au fost provocate adesea de situaţia macroeconomică nefavorabilă, conjugată cu politicile macroeconomice greşite duse de autorităţi[1]. Or, o politică monetară care are ca obiectiv stabilitatea preţurilor diminuează acest pericol.

Relaţia dintre stabilitatea financiară şi stabilitatea preţurilor poate fi reprezentată schematic astfel[2]:

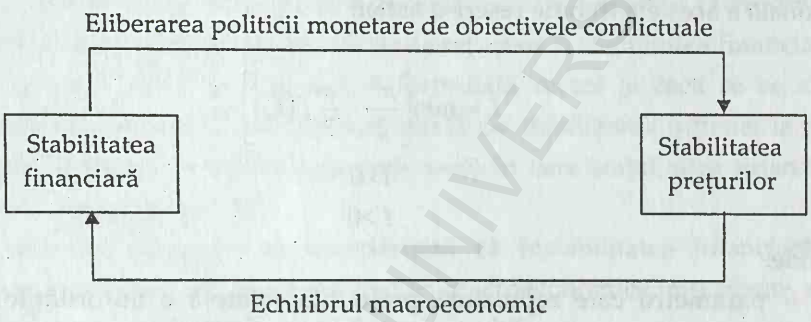


Fig. nr. 11 : Legătura dintre stabilitatea financiară şi stabilitatea preţurilor

Cu ajutorul schemei de mai sus, principalele raţiuni pentru care o bancă centrală modernă trebuie să joace un rol esenţial în asigurarea stabilităţii financiare pot fi sintetizate astfel:

a) banca centrală este singurul emitent al monedei „primare", care constituie mijlocul legal (final) de plată;

b) banca centrală este instituţia care răspunde de buna funcţionarea a sistemului naţional de plăţi; or, sistemul de plăţi constituie principalul vector de transmitere şi amplificare a riscului sistemic;

---

[1] — Kindleberger C., Laffargue J., (eds.), *Financial Crises: Theory, History and Policy*, Cambridge, Cambridge University Press, 1982; Schwartz A., *Real and Pseodo-Financial Crises*, în: Capie F., Woods G., (eds.), *Financial Crises and World Banking System*, New York, 1986; Goodhart C., Sunirand D., Tsomocos D., op. cit.

[2] — Isărescu M., *Stabilitatea preţurilor şi stabilitatea financiară*, Dizertaţie cu ocazia decernării titlului de *„Doctor honoris causa"* al Universităţii din Piteşti, 8 decembrie 2006.

c) sistemul bancar este principala componentă instituțională a mecanismului prin care se transmit efectele exercitate de politica monetară asupra economiei reale; în cazul în care sistemul bancar nu funcționează sau nu funcționează corespunzător, banca centrală are dificultăți în reglarea volumului lichidităților din economie în funcție de obiectivele politicii sale monetare;

d) stabilitatea monetară şi stabilitatea financiară sunt strâns legate: una din cauzele frecvente ale crizelor financiare este creşterea excesivă a ofertei de monedă.

Pentru a reflecta ideea că, pe lângă asigurarea stabilității monetare, banca centrală trebuie să urmărească şi asigurarea stabilității financiare, funcția decizională a acesteia trebuie rescrisă astfel:

$$L = \min \left[\frac{\pi^2}{2} - \frac{a}{2} f(F_t) \right] \qquad (15)$$

$$f>0$$

$$f''>0$$

unde:

a — parametru care reprezintă preferința relativă a autorităților pentru stabilitatea prețurilor sau pentru stabilitatea financiară;

F_t — profiturile sectorului financiar în perioada t.

Ecuația (15) arată că unul din scopurile politicii duse de banca centrală este creşterea profiturilor băncilor, având în vedere că acestea sunt baza stabilității lor financiare.

În caz de inflație, are loc o creştere a masei monetare, ceea ce determină scăderea ratei dobânzii pe termen scurt. Or, acest tip de dobândă joacă un rol esențial în materie de stabilitate financiară.

Într-adevăr, contractele de credit sunt mai puțin flexibile decât contractele de depozit, iar intemediarii financiari acordă, de obicei, credite cu o scadență mai mare decât durata medie a depozitelor pe care la atrag, ceea ce îi face vulnerabili la creşterea ratei dobânzii pe termen scurt. Căci, în acest caz, costul procurării fondurilor creşte mai repede decât veniturile aferente creditelor acordate. Dacă băncile nu şi-au plasat deja fondurile în credite acordate, ele vor va avea tendința să investească pe piața financiară, reducând, astfel, volumul creditelor acordate, ceea ce determină creşterea dobânzilor aferente creditelor.

În momentul în care se produce o asemenea creştere, banca centrală injectează lichidităţi în economie, în scopul stabilizării sectorului financiar prin moderarea dobânzilor pe termen scurt. Invers, în caz de scădere a dobânzilor, profiturile intermediarilor cresc, iar banca centrală îşi poate permite să absoarbă lichidităţi pentru a urmări din nou obiectivul asigurării stabilităţii preţurilor.

Rezultă că obiectivul asigurării stabilităţii financiare se realizează prin atenuarea oscilaţiilor ratelor dobânzilor pe termen scurt. Modul de acţiune este modificare volumului masei monetare, iar aceasta se realizează cu ajutorul instrumentelor de politică monetară cunoscute: taxa de rescont, operaţiuni *open market*, rezerve obligatorii etc. În modul acesta, sunt contracarate anticipaţiile agenţilor economici, la fel ca în cazul încercării de influenţare a ratei şomajului.

Referitor la relaţia dintre stabilitatea preţurilor şi stabilitatea financiară, mai trebuie arătat că în literatură a fost formulată recent şi ceea ce se numeşte *„ipoteza new environment"*, după care, odată cu stabilizarea inflaţiei la niveluri reduse, se creează un mediu economic nou, în care stabilitatea financiară nu mai este cu nimic garantată[1].

În fine, în literatură se învederează că instabilitatea financiară şi, în particular, criza bancară, pot avea costuri macroeconomice importante, ceea ce, de asemenea, necesită implicarea băncii centrale[2].

Cu toate acestea, există şi la ora actuală numeroşi autori, cum ar fi, F. Mishkin[3], C. Goodhart[4], T. Jacobson, J. Molin, A. Vredin[5], care consideră că

---

[1] — Isărescu M., op.cit.

[2] — Hoggarth G., Reis R., Saporta V., *Costs of Banking System Instability: Some Empirical Evidence*, Journal of Banking and Finance, 26, 5, 2002

[3] — Mishkin F., *The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers*, FED Kansas, 1997; *Global Finacial Instability: Framework, Events, Issues*, Journal of Economic Perspectives, 13, 1999

[4] — Goodhart C., (ed.), *Which Lender of Last Resort for Europe?*, Central Banking Publications, Londres, 2000

De fapt, C. Goodhart are poziţii diferite în legătură cu acest subiect. Astfel, într-o lucrare elaborată împreună cu D. Tsomocos şi D. Sunirand, (*A Model to Analyse Financial Fragility: Apllications*, Journal of Financial Stability, 1, 1, 2004), el acceptă compatibilitatea celor două obiective. În lucrările ce elogiază crearea unei autorităţi de reglementare şi supraveghere separate în Anglia (*„UK Financial Services Authority"*), autorul avansează însă ideea incompatibilităţii acestor obiective — cel puţin pe termen scurt. În lucrările conscrate problematicii cadrului stabilităţii financiare şi rolului băncilor centrale, această incompatibilitate iarăşi nu mai apare.

[5] — Jacobson T., Molin J., Vredin A., *How can Central Banks promote Financial Stability?*, Economic Review, 2, 2001

unicul obiectiv al băncii centrale trebuie să fie stabilitatea preţurilor şi că între obiectivul respectiv şi stabilitatea financiară există incompatibilitate.

2.4.4. Inflaţia şi impozitele

Unul din obiectivele guvernului este maximizarea veniturilor sale fiscale. Pentru atingerea acestui obiectiv, autorităţile pot folosi, pe lângă calea tradiţională a creşterii impozitelor, creşterea masei monetare. Căci, venitul pe care îl obţine statul prin emiterea de monedă (senioraj) depinde de cantitatea de monedă deţinută de public şi de rata de creştere a masei monetare. Într-adevăr, publicul doreşte să deţină un anumit volum de disponibilităţi băneşti reale, iar dacă nivelul general al preţurilor creşte, el îşi va reconstitui disponibilităţile băneşti reale pe care le doreşte cu aceiaşi viteză cu care inflaţia erodează puterea de cumpărare. Inflaţia se manifestă, deci, ca un fel de impozit asupra deţinerilor de sume băneşti, în sensul că realizează un transfer de putere de cumpărare de la deţinătorii de monedă spre autorităţi.

Venitul din senioraj este dat de relaţia:

$$V \equiv \frac{dM}{P} \equiv \frac{dM}{M} \cdot \frac{M}{P} = \mu \cdot m \qquad (16)$$

unde:

V — venitul din senioraj;

M — cererea nominală de monedă;

P — nivelul general al preţurilor;

μ - rata de creştere a masei monetare;

m — cererea reală de monedă.

Prin analogie cu vocabularul folosit în domeniul finanţelor publice, μ poate fi numită „cota de impunere", iar m, „baza de impozitare".

Analizând acest fenomen în condiţii de hiperinflaţie, P. Cagan[1] şi M. Bailey[2] au arătat că cererea de monedă în termeni reali, $\frac{M^c}{P} = m^c$, depinde de rata inflaţiei anticipate, π^a:

---

[1] — Cagan P., *The Monetary Dynamics of Hyperinflation*, în: Friedman M., *Studies în the Quantity Theory of Money*, University of Chicago Press, Chicago, 1956.

[2] — Bailey M., *The Welfare Cost of Inflationary Finance*, Journal of Political Economy, 64, 1956.

$$m^c = \exp\left(-\beta\pi^a\right) \tag{17}$$

unde, pe lângă notaţiile anterioare:

$\left(-\beta\pi^a\right)$ - elasticitatea cererii de monedă în raport cu rata inflaţiei;

β — mărime pozitivă.

Pentru simplificare, se poate presupune că economia se află într-o stare staţionară, ceea ce înseamnă că $\mu = \pi$. Ca urmare, relaţia (16) devine:

$$V = \pi \cdot m \tag{18}$$

Condiţia maximizării venitului este:

$$\frac{dM}{d\pi} = m + \frac{dm}{d\pi} \cdot \pi = 0 \tag{19}$$

de unde rezultă că venitul este maxim, dacă:

$$\frac{dm}{d\pi} \cdot \frac{\pi}{\mu} = -1 \tag{20}$$

Relaţia (20) arată că venitul pe care statul îl realizează prin senioraj este maxim, dacă elasticitatea cererii de monedă în raport cu rata inflaţiei, η_π, este egală cu (-1).

Rezultă că, într-o economie staţionară, impozitarea prin inflaţie este maximă în cazul în care rata de creştere a masei monetare este egală cu raportul $\frac{1}{\beta}$; acest coeficient este cunoscut sub denumirea de „elasticitatea Friedman".

După cum rezultă din figura nr. 12, în prima fază, când $\eta_\pi < \frac{1}{\beta}$, venitul din senioraj creşte; în faza a doua, când $\eta_\pi = \frac{1}{\beta}$, acest venit este maxim; în faza a treia, venitul respectiv scade.

Având în vedere că, în economiile contemporane, masa monetară este creată atât de banca centrală, cât şi de băncile comerciale, produsul impozitului

prin inflație se repartizează între aceste două categorii de emitenți, în funcție de cota lor de participare la crearea monedei.

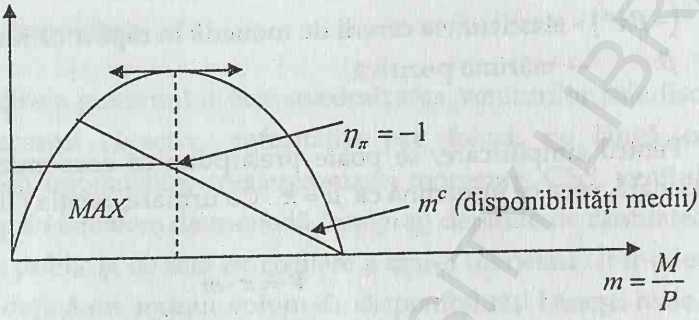


Fig. nr. 12: Curba veniturilor din impozitarea prin inflație

Pentru a descrie strategia autorităților monetare în materie de impozitare prin inflație, să presupunem că funcția-obiectiv a băncii centrale este minimizarea costului acestui demers:

$$L = \min \Phi(\pi, \pi^a) - aV = \Phi(\pi, \pi^a) - a\mu m(\pi^a) \qquad (21)$$

unde:

Φ - costurile inflației;

π^a - rata inflației anticipate;

π — rata inflației observate;

a — preferința relativă a guvernului pentru venitul din senioraj sau pentru reducerea costurilor inflației;

V — venitul din senioraj;

m — cererea reală de monedă;

μ - rata de creştere a masei monetare.

În relația (21), cererea reală de monedă este o funcție de rata inflației anticipate, π^a. Costurile inflației, Φ, depind deopotrivă de rata inflației anticipate, π^a şi de rata inflației observate, π. Într-adevăr, dacă inflația anticipată creşte, cererea reală de monedă se reduce, ceea ce diminuează venitul din senioraj, având în vedere că $\Phi(\pi^a) > 0$. Costurile inflației îmbracă în acest caz forma reducerii bunăstării sociale, care depind de inflația observată, π, având în vedere şi că $\Phi(\pi) > 0$.

Să mai presupunem că banca centrală anunţă politica monetară pe care o intenţionează să o ducă în perioada următoare.

În aceste condiţii, publicul stabileşte nivelul disponibilităţilor băneşti reale pe care doreşte să le deţină în funcţie de rata inflaţiei pe care o anticipează. La rândul lor, autorităţile ţin seama de acest nivel şi calculează rata inflaţiei pe care doresc să o practice. După cum arată L. Auernheimer[1] şi H. Johnson[2], rezultatele acestui calcul sunt o rată a inflaţiei mai mare decât cea anticipată iniţial, de unde interesul guvernului de a nu-şi dezvălui adevăratele sale obiective monetare.

Rezultă că o politică monetară discreţionară este suboptimă din punct de vedere fiscal, deoarece, dacă anunţurile făcute de autorităţi cu privire la ţintele lor monetare ar fi fost credibile în ochii publicului, acelaşi nivel al seniorajului s-ar fi putut obţine cu o rată a inflaţiei mai mică.

De aceea, în unele lucrări, cum ar fi cea elaborată de H. Grossman şi J. Van Huyck[3], se pune problema relaţiei dintre senioraj şi reputaţie. Conform lucrării citate, dacă autorităţile ţin seama de aspectul reputaţiei, ele vor încerca să maximizeze nu numai volumul seniorajului din perioada curentă, ci şi valoarea sa actualizată. Autorii demonstrează că rata inflaţiei nu mai depinde în acest caz de „elasticitatea Friedman", ci de nivelul ratei de actualizare ales de autorităţi, adică de modul în care acestea valorizează timpul. Astfel, în cazul în care rata de actualizare cu care se lucrează este scăzută, rata inflaţiei va fi mai mică decât cea rezultată din regula elasticităţii.

Teoria impozitării prin inflaţie prezintă un interes deosebit pentru ţările cu economie emergentă, în care sursele tradiţionale de venituri bugetare sunt mici. De aceea, inflaţia este, pentru multe din ţările respective, principala sursă de venituri a statului.

Studiile elaborate pe acest caz arată că tentaţia de recurge la impozitarea prin inflaţiei este cu atât mai mare, cu cât volumul veniturilor pe care guvernul doreşte să le colecteze este mai mare. Însă, amplificarea inflaţiei reduce randamentul altor tipuri de impozite. Într-adevăr, având în vedere decalajele de

---

[1] — Auernheimer L., *The Honest Government's Guide to the Revenue from the Creation of Money*, Journal of Political Economy, 82, May-June, 1974.

[2] — Johnson H., *A Note on Dishonest Government and the Inflation Tax*, Journal of Monetary Economics, 3, July, 1977.

[3] — Grossman H., Van Huyck J., *Seigniorage, Inflation and Reputation*, Journal of Monetary Economics, 18, 1986.

timp cu care se încasează impozitele tradiționale, inflația face ca valoarea reală a impozitelor respective să se reducă.

Produsul impozitării prin inflație depinde, de asemenea, de stabilitatea politicilor guvernamentale. După cum am menționat, seniorajul afectează randamentul altor impozite. Or, după cum arată A. Cukierman, S. Edwards şi G. Tabellini[1], eficacitatea unui sistem de impozite depinde, în general, de gradul de stabilitate politică.

Un sistem fiscal ineficace, adică un sistem care permite evaziunea fiscală şi/sau prezintă costuri de colectare ridicate, poate fi considerat o constrângere suplimentară pentru guvern. Iar această constrângere poate fi folosită ca armă politică de adversarii acestuia. Mai precis, guvernul aflat la putere la un moment dat poate decide să mențină intenționat un sistem fiscal ineficient pentru a creea, în modul acesta, dificultăți suplimentare guvernului care îi va urma. Acest gen de comportament se produce mai ales în țările în care instabilitatea politică este mare, adică acolo unde diverse forțe politice se află la putere un timp scurt.

Instabilitatea politică provoacă inerția sistemului fiscal, iar țările cu puternică instabilitate politică recurg mai mult la senioraj şi, deci, la inflație, decât alte țări. Cu alte cuvinte, cu cât este mai mare probabilitatea ca un guvern sau o forță politică să fie realese, cu atât inflația şi seniorajul sunt mai puțin utilizate.

Deşi nivelul seniorajului este mai redus în țările dezvoltate, acesta nu este totuşi neglijabil nici în acest caz. După cum arată unii autori, cum ar fi, A. Imrohoroglu şi E. Prescott[2], A. Braun[3] etc., inflația este folosită şi la ora actuală în toate țările lumii pentru a spori veniturile statului.

2.5. Necesitatea asigurării stabilității prețurilor

Concluzia care se desprinde din cele arătate cu privire la relația dintre monedă şi prețuri este că nivelul ratei inflației rezultă dintr-un compromis

---

[1] — Cukierman A., Edwards S., Tabellini G., *Seigniorage and Political Instability*, American Economic Rewiew, 82, June, 1992.

[2] — Imbrohoroglu A., Prescott E., *Seigniorage as a Tax: A Quantitative Evaluation*, Journal of Money, Credit and Banking, 23, 3, August, 1991.

[3] — Braun A., *How Large is the Optimal Inflation Tax?*, Journal of Monetary Economics, 34,2, October, 1994.

(*trade-off*) între autorităţile politice şi diverse grupuri de presiune. Cauzele inflaţiei, precum şi factorii care determină amploarea acestui fenomen depind de ponderea electorală a fiecărui grup de presiune.

Inflaţia favorizează temporar anumite grupuri de presiune, însă exercită totodată numeroase efecte perverse asupra ansamblului economiei.

Efectul imediat este scăderea puterii de cumpărare a monedei. Ca urmare, se diminuează puterea de cumpărare a tuturor veniturilor băneşti care se realizează în economie. Pentru a compensa această pierdere, veniturile (salarii, pensii, alocaţii etc.) pot fi indexate în funcţie de creşterea preţurilor, însă finanţarea acestui demers duce inexorabil la o nouă creştere a masei monetare, ceea ce este de natură să accelereze inflaţia ş.a.m.d.

Pe de altă parte, inflaţia diminuează valoarea internaţională a monedei, ceea ce determină scumpirea importurilor şi creşterea volumului creditelor externe în valută.

Însă, efectul pervers cel mai nefast al inflaţiei este, fără îndoială, distorsionarea sistemului de preţuri relative. Or, preţul este un semnal indispensabil bunei funcţionări a economiei. Producătorii trebuie să decidă în permanenţă ce produse vor pune pe piaţă, iar preţul relativ este un element esenţial în deciziile de acest gen, deoarece indică produsele ce sunt cerute pe piaţă şi produsele ce nu mai prezintă interes pentru cumpărători. Inflaţia perturbă însă semnalele emise de piaţă, căci, din cauza acesteia, este dificil de stabilit care este originea creşterii unui anumit preţ. În modul acesta, inflaţia determină încetinirea creşterii economice, nu accelerarea acesteia.

Cu toate acestea, există unii autori contemporani prestigioşi, cum ar fi, G. Akerlof, W. Dickens şi G. Perry[1], care continuă să susţină că, pentru a instaura o „curbă Phillips" pe termen scurt şi a acţiona asupra şomajului, banca centrală trebuie să abandoneze strategiile de politică monetară riguroase şi să provoace o uşoară inflaţie (3-5% pe an). Această prescripţie ignoră însă efectele perverse implacabile într-o economie mondializată. Şi, de fapt, după mai bine de trei decenii de politici inflaţioniste, la începutul anilor '80 ai secolului XX, a avut loc o schimbare majoră în istoria politicilor economice: majoritatea ţărilor dezvoltate şi în curs de dezvoltare au optat pentru politici menite să asigure stabilitatea preţurilor.

[1] — Akerlof G., Dickens W., Perry G., *Low Inflation or no Inflation: Should the Federal Reserve pursue Complete Price Stability*, Chalenge Review, 1996.

Favorizarea unui grup de presiune implică atât obținerea unor avantaje, cât şi asumarea unui cost politic. În ceea ce priveşte costul politic, acesta creşte odată cu trecerea timpului, deoarece, pe măsură ce timpul trece, gradul de înțelegere a publicului se măreşte, chiar dacă autoritățile încearcă să împiedice societatea să priceapă cum stau lucrurile, ținând secrete informațiile cu privire la obiectivele pe care le urmăresc. Iar dacă se produce un consens între un număr suficient de mare de grupuri de presiune pentru a respinge inflația sau dacă societatea în ansamblul său se convinge că „inflația este inamicul public numărul unu", autoritățile vor trebui să renunțe la strategiile inflaționiste pe care le-au aplicat anterior.

Însă, aceste comportamente sunt deja înregistrate în baza de date pe care publicul o utilizează pentru formularea anticipațiilor sale privind viitoarea rată a inflației. De aceea, dacă terapia „inflației-surpriză" a mai fost practicată în trecut, există toate şansele ca anunțul privind schimbarea de comportament să nu fie crezut de public, care va anticipa, probabil, o rată a inflației mai înaltă decât cea anunțată. Şi chiar dacă inflația este temperată în mod efectiv, contrar previziunilor, variabilele reale vor fi temporar afectate, luând valori diferite de cele dorite de autorități şi de public.

În aceste condiții, consensul dintre grupurile de presiune va dispare, probabil, rapid, iar diversele clase şi categorii sociale vor deveni din nou concurente în ceea ce priveşte împărțirea avantajelor şi costurilor inflației. Ca urmare, cauzele inflației vor reapare şi procesul riscă să scape de sub control.

După cum am arătat în cap. IX *supra*, succesul luptei împotriva inflației depinde de credibilitatea politicii monetare, iar o soluție pentru a dobândi această credibilitate este asigurarea independenței băncii centrale. În modul acesta, banca centrală este ferită de orice tentație inflaționistă, ceea ce îi permite să-şi îndeplinească principala sa funcție socială: aprovizionarea economiei cu o monedă stabilă.

XII. MONEDA ŞI RATA DOBÂNZII

Problema relației dintre monedă şi rata dobânzii este încă şi mai controversată decât cea a legăturii dintre monedă şi prețuri. Deşi mecanismul şi sensul acesteia din urmă suscită, după cum am văzut, numeroase controverse, nici un economist nu a mers vreodată atât de departe încât să susțină ideea că creşterea ofertei de monedă determină scăderea prețurilor. Spre deosebire de aceasta, în materie de analiză a legăturii dintre monedă şi prețuri, nu există nici măcar un asemnea consens minimal. Astfel, în viziunea monetaristă, creşterea masei monetare determină, prin intermediul creşterii prețurilor anticipate de agenții economici, majorarea dobânzilor nominale. În viziunea keynesiană, creşterea masei monetare duce, dimpotrivă, prin intermediul proceselor de restructurare a patrimoniului agenților economici, la scăderea dobânzilor nominale.

Pentru a înțelege aceste concepții divergente cu privire la factorii care determină rata dobânzii şi la pluralitatea de rate ale dobânzii cărora aceştia le dau naştere, este necesară în prealabil examinarea naturii generale a dobânzii.

1. Natura dobânzii

Perceperea unei anumite dobânzi pentru creditele acordate constituie o practică la fel de veche ca şi cea a schimbului de mărfuri. Cu toate acestea, acordarea de credite purtătoare de dobândă a fost condamnată de Aristotel, iar mai târziu de biserica catolică, ceea ce a făcut ca în tot evul mediu european

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

această îndeletnicire să fie practicată doar de evrei şi de lombarzi. Continuând tradiția aristotelică, Toma de Aquino, de exemplu, condamnă acordarea de credite cu dobândă, însă, dincolo de judecarea aspectului moral al acestei practici, subliniază că dobânda este „prețul timpului". Această dimensiune temporală se va estompa în lucrările economiştilor clasici, pentru care existența dobânzii este legată de productivitatea factorului „capital". Ea va fi reabilitată însă de către E. Böhm-Bawerk[1], potrivit căruia rata dobânzii poate fi definită ca un preț intertemporal. Acest „preț" îmbracă diverse forme, a căror analiză permite, pe de o parte, explicarea pluralității ratelor dobânzii observate într-o economie modernă, iar pe de altă parte, definirea conceptului abstract de „dobândă" cu care operează teoria economică.

1.1. Dobânda ca preț intertemporal

Ideea că fenomenul dobânzii se explică prin productivitatea fizică a capitalului, ce permite debitorului să plătească dobânda pe care o datorează pentru capitalul împrumutat, a fost introdusă în gândirea economică modernă de către J. B. Say.[2] Această concepție, focalizată pe cazul creditelor de producție, atenuează ideea că perceperea de către creditor unei dobânzi pentru creditele acordate este un act spoliator; ea are însă dezavantajul că nu poate explica dobânda aferentă creditelor de consum[3]. Inconvenientul respectiv va fi depăşit de către E. Böhm-Bawerk, care arată că dobânda se naşte din schimbul unor bunuri de consum existente în prezent pentru bunuri de consum care vor exista în viitor, constituind o primă (*premium, agio*) aferentă celor dintâi.

Această *primă* rezultă din *preferința pentru prezent*, care este comună tuturor oamenilor şi care, după Böhm-Bawerk, se explică prin trei serii de considerente.

Prima serie este de ordin economic: bunurile existente în prezent sunt preferate față de bunurile viitoare, deoarece cele dintâi pot satisface atât nevoi prezente, cât şi nevoi viitoare, pe când cele din urmă nu pot satisface decât

---

1 - Böhm-Bawerk E., *Capital and Interest: A Critical History of Economical Theory*, London, Macmillan and Co.. 1890 (1884, Germ.); *The Positive Theory of Capital*, London, Macmillan and Co.. 1891 (1888, Germ.).

2 - Say J. B., *Cours a l'Athene*, 1819, reed. în: *Cours d'Economie Politique et autres Essais*, Flammarion, Paris, 1996.

3 - Fetter F., *Interest Theories, Old and New*, American Economic Review, March, 1914.

nevoi viitoare. Pentru a putea fi folosite pentru satisfacerea unor nevoi viitoare, bunurile existente în prezent trebuie ținute în rezervă, ceea ce se realizează cel mai bine prin transformarea acestora în bani şi apoi ținerea în rezervă a banilor respectivi.

A doua serie de considerente este de ordin psihologic: lipsa de imaginație, slăbiciunea omenească şi nesiguranța cu privire la cealaltă parte a vieții sale îl fac pe orice individ să prețuiască mai mult prezentul decât viitorul.

În fine, a treia serie de considerente este de ordin tehnologic: bunurile existente în prezent pot fi utilizate imediat în procesul de producție, permițând obținerea unei producții mai mari comparativ cu bunurile viitoare, care vor fi încorporate în procesul de producție mai târziu şi, deci, vor duce la obținerea unei producții mai mici.

În concordanță cu dimensiunea subiectivă generală a doctrinei economice a şcolii austriece, Böhm-Bawerk consideră că fiecare individ are propria sa *preferință pentru prezent şi, deci, propriul său raport de schimb intertemporal*. Aceste preferințe individuale interacționează pe ceea ce s-ar putea numi „piața timpului", stabilind un „raport de schimb social al timpului", adică un „preț al timpului"[1].

Raportul de schimb intertemporal, numit de Mises „rata dobânzii originară", este *„raportul dintre valoarea atribuită satisfacerii în viitorul imediat şi valoarea atribuită satisfacerii aceleiaşi nevoi în perioade de timp mai îndepărtate"*[2]. Rezultă că rata dobânzii nu este un „preț" în sensul obişnuit al cuvântului, ci un „preț intertemporal".

Astfel, dacă prețul relativ al unui bun A în raport cu un bun B este raportul de schimb între A şi B la un moment dat, prețul intertemporal al lui A se defineşte ca fiind raportul de schimb între A şi el însuşi într-o altă perioadă de timp; de exemplu, raportul de schimb între între A_0 şi A_1.

Ținând seama de amintita preferință pentru prezent, cantitatea A_1 este mai mare decât cantitatea A_0, conform relației:

$$A_1 = A_0 + \Delta A_0 \qquad (1)$$

---

[1] - Rothbard M., *Man, Economy and State*, Nash Publishing, Los Angeles, 1962.
[2] - Mises L., *Human Action: A Treatise on Economics*, ed. cit., p. 526.

Relația (1) se mai poate scrie în forma:

$$A_1 = A_0 + r \cdot A_0 \tag{2}$$

de unde rezultă:

$$r = \frac{A_1 - A_0}{A_0} \tag{3}$$

unde:

r — rata dobânzii originară asociată bunului A.

Fiecare bun, inclusiv moneda, are, aşadar, o rată a dobânzii asociată, r, care îi este „proprie" (*the own rate of interest*); pentru un raport de schimb intertemporal dat, această rată este univoc determinată.

Pe de altă parte, deoarece etalonul de calcul general este moneda, ratele „proprii" ale bunurilor pot fi exprimate în termeni monetari. În situația de echilibru, aceste rate exprimate în formă monetară sunt egale între ele şi egale cu rata „proprie" a monedei.

„Ratele dobânzii originare", care exprimă, aşadar, „prețul timpului", nu „prețul monedei" şi nici măcar „prețul folosirii monedei", există chiar şi în absența piețelor financiare şi sunt întotdeauna mărimi pozitive. Creşterea nivelului unei asemenea rate înseamnă că are loc majorarea costului consumului de bunuri existente în prezent, cost exprimat în termeni de bunuri viitoare, respectiv, că valoarea atribuită timpului creşte.

Faptul că esența dobânzii este dată de prețul timpului înseamnă că dobânda poate lua diverse forme concrete şi că, deci, poate fi înțeleasă în mod diferit, în funcție de contextul şi de perspectiva în care această esență este plasată.

1.2. Pluralitatea ratelor dobânzii

1.2.1. Rata de capitalizare şi rata de actualizare

Schimbul intertemporal al unui anumit bun, A, între două momente de timp diferite, t_0 şi t_1, poate fi reprezentat în două moduri diferite. În primul

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

rând, este posibilă exprimarea valorii viitoare, A_1, valabile în momentul t_1, a unui bun A, disponibil în momentul t_0, în cantitatea A_0.

Această valoare este dată de relația (2), rescrisă astfel:

$$A_1 = (1+r)\cdot A_0 \tag{4}$$

unde:

r — rata de capitalizare.

Rata de capitalizare este, aşadar, rata dobânzii proprii (*the own rate of interest*), specifică bunului A, într-un interval de timp dat, (t_0, t_1).

În al doilea rând, este posibilă operațiunea inversă, adică exprimarea valoarii actuale, valabile în momentul t_0, a unui bun A, care va fi disponibil în momentul viitor t_1.

Această valoare este dată de relația:

$$A_0 = \frac{A_1}{1+r} \tag{5}$$

unde:

r — rata de actualizare.

Rata de actualizare este, *a priori*, subiectivă, fiind aleasă de către agentul economic care estimează valoarea actuală sau viitoare. Ea poate fi aproximată prin rata constatată pe piața schimbului intertemporal al bunului A, însă trebuie avut în vedere că aceasta din urmă este o rată *ex post*, pe când cea dintâi este o rată *ex ante*.

1.2.2 Rata dobânzii *ex ante* şi *ex post*

Un alt criteriu de clasificare a ratelor dobânzii este perspectiva *ex ante* sau *ex post* prin prisma căreia acestea sunt abordate.

Pentru a învedera deosebirea dintre aceste două perspective, să presupunem un joc de noroc, care constă în aruncarea unei monezi şi să admitem că regulile acestui joc sunt următoarele: dacă moneda cade cu fața în sus (cap), aceast eveniment aduce jucătorului un câştig de 100 lei; în caz contrar (pajură), el pierde 50 lei.

La fiecare aruncare, câştigul sperat sau câştigul *ex ante*, Π^a, este dat de relaţia:

$$\Pi^a = p_1 \cdot 100 - p_2 \cdot 50 = 0{,}5 \cdot 100 - 0{,}5 \cdot 50 = 25 \qquad (6)$$

unde:

p_1 — probabilitatea ca moneda să cadă cu faţa (capul);

p_2 — probabilitatea ca moneda să cadă cu spatele (pajura);

$p_1 = p_2 = 0{,}5$.

Să presupunem acum că, după ce a fost aruncată, moneda a căzut cu pajura în sus şi că, deci, jucătorul respectiv pierde 50 lei.

Exemplul de mai sus arată cu claritate că între randamentul *ex ante* şi randamentul *ex post* al unei activităţi există o deosebire ce ţine de perspectiva temporală din care este observat fenomenul. Tot aşa, rata dobânzii *ex ante* se deosebeşte din perspectivă temporală de rata dobânzii *ex post*.

Astfel, rata dobânzii *ex ante* serveşte pentru adoptarea unei decizii în funcţie de diverse rezultate posibile şi de probabilităţile lor aferente; ea este, deci, eminamente prospectivă; de aceea, este susceptibilă să orienteze deciziile de alocare a resurselor care se iau în economie.

Rata dobânzii *ex post* este retrospectivă şi nu reflectă altceva decât modificarea mărimii averii pe care o provoacă o decizie deja luată. Spre deosebire de rata dobânzii originare *ex ante*, care este întotdeauna o mărime pozitivă, rata *ex post* poate fi pozitivă, negativă sau nulă.

În fine, trebuie subliniat că nivelul ratei *ex post* nu influenţează necesarmente nivelul ratei *ex ante*. În jocul de noroc descris anterior, pierderea a 50 lei constituie, într-adevăr, un cost pentru jucătorul respectiv, dar suportarea acestui cost nu îl împiedică să joace o nouă rundă, deoarece randamentul anticipat al fiecărei încercări este 25 lei.

Ratele dobânzii formate pe piaţă, rezultate din interacţiunea creditorilor şi debitorilor, sunt rate cu privire la care agenţii economici cad de acord să le folosească pentru a prevedea creşterea valorii creditelor respective în perioada pentru care acestea sunt acordate: ele sunt, deci, rate *ex ante*.

1.2.3. Rata dobânzii reală şi nominală

Raportul de schimb între bunurile existente în prezent şi bunurile viitoare se numeşte rata dobânzii reală, iar raportul de schimb între moneda existentă în prezent şi moneda viitoare se numeşte rata dobânzii nominală (monetară).

În cazul în care nu există inflaţie, iar toate schimburile sunt libelate în monedă, rata dobânzii reală şi rata nominală coincid. Spre deosebire de aceasta, în cazul în care există inflaţie, rata nominală este influenţată de variaţia preţurilor nominale ale bunurilor în perioada de referinţă.

Rata dobânzii reală, r, pentru un bun A, este dată de relaţia:

$$r = \frac{A_1 - A_0}{A_0} \tag{7}$$

sau:

$$r = \frac{A_1}{A_0} - 1 \tag{8}$$

Rata dobânzii nominală, i, este egală cu:

$$i = \frac{M_1 - M_0}{M_0} \tag{9}$$

În cazul în care valoare bunului A este exprimată în monedă, ($A_0=M_0$ şi $A_1=M_1$), iar preţurile sunt stabile, există egalitatea: $r=i$. Însă, dacă, în intervalul de timp considerat, (t_0, t_1), preţul monetar al bunului A creşte de la P_0 la P_1, asfel încât:

$$P_1 = P_0(1+\pi) \tag{10}$$

unde:

π - rata inflaţiei,

relaţiile de mai sus se modifică după cum urmează:

$$A_1 = (1+r)\cdot A_0 = (1+i)\cdot A_0 \tag{11}$$

$$A_1 \cdot P_1 = (1+i)\cdot A_0 \cdot P_0 \tag{12}$$

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Introducând relația (10) în relația (12), se obține:

$$A_1 = \frac{1+i}{1+\pi} \cdot A_0 \tag{13}$$

Prin câteva artificii de calcul, relația (13) poate fi adusă în următoarele forme succesive:

$$\frac{A_1}{A_0} = \frac{1+i}{1+\pi} \tag{14}$$

$$\frac{A_1}{A_0} - 1 = \frac{1+i}{1+\pi} - 1 \tag{15}$$

$$r = \frac{1+i}{1+\pi} - 1 \tag{16}$$

$$r = i - \pi - r\pi \tag{17}$$

sau, neglijând produsul $r\pi$:

$$r = i - \pi \tag{18}$$

Conform relației (18), *rata dobânzii reală este egală cu rata nominală minus rata inflației.*

Importanța acestei relații rezidă în faptul că permite calculul ratei dobânzii reale, care, spre deosebire de rata nominală, nu este o mărime direct observabilă. Astfel, în cazul ratelor *ex post*, calculul este imediat, însă, pentru a determina rata dobânzii reală anticipată, care influențează comportamentul agenților economici, trebuie utilizată rata inflației anticipată.

Rata dobânzii reală anticipată este dată de relația (19), cunoscută în literatură sub denumirea de „relația lui Fisher"[1]:

$$r^a = i - \pi^a \tag{19}$$

Comparând relația (19) cu relația (18), se observă că, în cazul în care anticipațiile privind inflația se dovedesc eronate, ($\pi \neq \pi^a$), antrenând, deci,

[1] - Fisher I., *The Theory of Interest*, MacMillan, Londres, 1930.

BCU IASI - BIBLIOTECA UNIVERSITY LIBRARY

transferuri neaşteptate de avere, rata reală efectivă este diferită de rata reală anticipată.

1.2.4. Rata dobânzii şi costul creditului

Din punct de vedere istoric, „piaţa timpului" (piaţa pe care se realizează schimbul între bunurile existente în prezent şi bunurile viitoare) a fost foarte mult simplificată, la fel ca alte pieţe, prin adoptarea unui mijloc de schimb general (recursul la monedă).

Într-adevăr, într-o economie bazată pe troc, există atâte „pieţe ale timpului", câte bunuri sunt. Spre deosebire de aceasta, în economia monetară, în care moneda este mijlocul de schimb general, inclusiv, deci, mijlocul de schimb intertemporal, „piaţa timpului" funcţionează în formă monetară, conferind în modul acesta un rol primordial schimbului între moneda existentă în prezent şi moneda viitoare. *Acest schimb între moneda existentă în prezent şi moneda viitoare constituie esenţa procesului de creditare realizat în formă monetară (nu în natură).*

Astfel, în procesul de schimb respectiv, creditorul vinde moneda pe care o deţine în prezent în schimbul monedei pe care o va obţine în viitor, iar debitorul cumpără monedă actuală contra unei promisiuni că va da monedă în viitor. În modul acesta, *rata dobânzii poate fi asimilată cu preţul sau costul creditului.* O asemenea asimilare este totuşi destul de simplificatoare, deoarece, după cum am arătat, rata dobânzii există chiar şi în absenţa unei pieţe a creditului.

Pe de altă parte, în economiile monetare în care nu există piaţă financiară (economiile de piaţă emergente), se găseşte totuşi o formă particulară de manifestare a „pieţei timpului", şi anume producţia însăşi. Într-adevăr, cumpărarea de echipamente şi servicii productive pentru a fabrica bunuri de consum înseamnă transformarea unor bunuri existente în prezent (mijloace de producţie) în bunuri viitoare (bunuri de consum), proces care se realizează aici prin transformări fizice, chimice, biologice etc., adică în alte moduri decât printr-o operaţie de creditare.

Asimilarea ratei dobânzii cu costul creditului este chiar şi mai simplificatoare în cazul unei economii emergente, în care procesul de interemediere financiară este slab dezvoltat, iar creditul bancar constituie principala sa formă. Aceasta, deoarece, în acest caz, formarea costului creditului

se reduce la fixarea de către bănci a ratei dobânzii bancare active, pe care cei care solicită împrumuturi bancare nu pot decât să o accepte sau nu.

1.2.5. Rata dobânzii netă şi rata de piaţă

În cazul unor schimburi intertemporale realizate pentru aceiaşi perioadă, „raportul de schimb social al timpului" este identic, însă se constată că ratele ce se formează pe diverse tipuri de piețe ale creditului pentru aceiaşi scadență (maturitate) sunt diferite.

Fenomenul se explică prin prin aceea că ratele observate pe piață sunt rate „brute", care, pe lângă rata „netă", reflectă şi alte elemente: modalitățile de emisiune şi de rambursare, riscurile de nerambursare, regimul fiscal etc.[1] Deoarece, prin prisma acestor aspecte, activele nu sunt perfect substituibile, iar coordonarea intertemporală este dificilă, ratele de pe piață reflectă în mod imperfect „prețul timpului". Ca urmare, în practică, există o multitudine de rate ale dobânzii, iar aceasta chiar şi pentru creditele cu aceiaşi scadență.

La această primă diferențiere se adaugă alta, rezultată din existența unei game de rate care diferă între ele în funcție de perioada pentru care se realizează schimbul intertemporal.

În aceste condiții, s-ar părea că încercarea de a explica ceea ce teoretic se numeşte „nivelul ratei dobânzii" este nerealistă. Căci, ar fi vorba despre un concept abstract, fără corespondent în realitatea observabilă.

Cu toate acestea, la fel ca în alte domenii, abstractizarea este o valoroasă cale de cunoaştere ştiințifică, fiind justificată aici de cel puțin următoarele două considerente:

1) Deşi este diferențiată în funcție de „maturitatea" instrumentelor de credit, gama ratelor dobânzii comportă o rată „directoare", în jurul căreia se articulează toate celelalte rate;

2) Pluralitatea ratelor brute, care reflectă într-un mod neunivoc rata directoare, poate fi telescopată la ceea ce în mod teoretic se numeşte „nivelul general al ratei dobânzii". Şi, de fapt, majoritatea teoreticienilor utilizează acest procedeu reducționist, deşi aprecierile lor cu privire la dinamica mărimilor economice respective diferă în funcție de modul de alegere a ratei directoare şi de modalitățile diferite în care analizează factorii care determină ratele dobânzii observate.

---

[1] - Mises L., *Human Action: A Treatise on Economics*, ed. cit.

2. Factorii determinanți ai ratei dobânzii

Faptul că esența dobânzii este cea a unui factor de actualizare a valorii timpului nu exclude existența unei pluralități de procese susceptibile să îi influențeze mărimea.

Diversitatea factorilor care determină mărimea dobânzii rezultă, de asemenea, din faptul că procesul de formare a ratei dobânzii se desfăşoară în cel puțin două etape, în care se formează rate diferite. Astfel, în prima etapă, se pune problema explicării modului de formare a dobânzii reale *ex ante*, care influențează deciziile intertemporale ale agenților economici. În anumite condiții de echilibru, această rată poate fi asimilată cu rata dobânzii de pe piața creditelor pe termen lung, însă trebuie subliniat că nu este vorba despre o mărime direct observabilă, aşa cum este rata curentă. În etapa a doua, este necesară explicarea faptului că rata dobânzii curente, observate pe piața creditelor, diferă de rata reală. După cum vom încerca să demonstrăm, această abatere este provocată, în principal, de factori de natură monetară.

2.1. Procesul de formare a ratei dobînzii reale

Procesul de formare a ratei dobânzii reale poate fi prezentat în amintitul plan fundamental al modului de funcționare a „pieței timpului". O altă modalitate de prezentare este descrierea tradițională a modului de funcționare a pieței creditului.

2.1.1. Piața timpului

După cum am arătat, rațiunea de a fi a ratei dobânzii este dată de preferința universală pentru prezent, iar, ca urmare, modul de formare a acestei mărimi economice poate fi descris, la un nivel foarte general, printr-o analiză a cererii şi ofertei de pe „piața timpului", adică a cererii şi ofertei de bunuri existente în prezent şi, respectiv, de bunuri viitoare.

Această descriere este cunoscută în literatură sub denumirea de „teoria preferinței pentru timp". Ea a fost elaborată de F. Fetter[1] şi de Mises[2], iar în

[1] - Fetter F., *Interest Theories, Old and New*, ed.cit.
[2] - Mises L., *Human Action: A Treatise on Economics*, ed. cit.

prezent se regăseşte la noua generaţie de reprezentanţi ai şcolii austriece (*generaţia americană*), cum ar fi, M. Rothbard[1] şi I. Kirzner[2].

Conform acestei teorii, pe „piaţa timpului" se confruntă, pe de o parte, oferta de bunuri existente în prezent, *O*, echivalentă cu cererea de bunuri viitoare, iar pe de altă parte, cererea de bunuri existente în prezent, *C*, care este, la rândul său, echivalentă cu oferta de bunuri viitoare. Aceste curbe reflectă în mod agregat comportamentele individuale, depinzând doar de preferinţele temporale ale indivizilor. După cum rezultă din figura nr. 1, oferta de bunuri existente în prezent, *O*, este o funcţie crescătoare de rata dobânzii, *r*, deoarece cu cât „preţul timpului" este mai mare, cu atât schimbul de bunuri prezente contra bunuri viitoare este mai rentabil. Invers, cererea cererea de bunuri existente în prezent, *C*, este o funcţie descrescătoare de rata dobânzii, *r*.

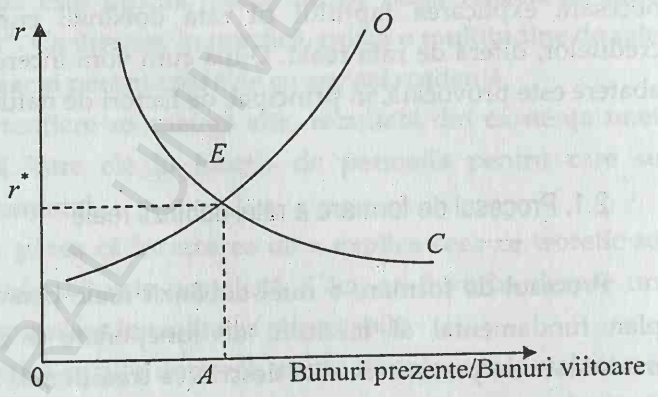


Fig. nr. 1: Piaţa timpului

După cum se rezultă din figura de mai sus, punctul de intersecţie al curbei cererii şi ofertei de bunuri prezente/bunuri viitoare, *E*, determină nivelul de echilibru al ratei dobânzii, r^*, respectiv, nivelul de echilibru al „raportului de schimb social al timpului", care, după cum am arătat, este o rată reală *ex ante*. Punctul de intersecţie respectiv determină, de asemenea, cantităţile de bunuri prezente şi viitoare care se schimbă între ele.

---

1 - Rothbard M., *Man, Economy and State*, ed. cit.

2 - Kirzner I., *Essays on Capital and Interest*, McKelly, New York, 1996.

„Piața timpului" nu se limitează la operațiunile de creditare în vederea achiziționării de bunuri de consum, ci reflectă, de asemenea, amintita dimensiune temporală a procesului de producție. Ca urmare, rata r^* exprimă, de fapt, raportul general dintre consumul prezent şi consumul viitor, adică *raportul dintre consum şi economisire.*

În plus, într-o economie monetară, în care moneda este mijlocul general de schimb, inclusiv, deci, mijlocul de realizare a schimburilor intertemporale, moneda reprezintă bunul existent în prezent prin excelență, dominând, de aceea, „piața timpului". Tot aşa, în cazul economiei monetare, bunurile viitoare sunt, de fapt, anticipații actuale ale unor viitoare încasări de sume băneşti. Ca urmare, în termeni monetari, „piața timpului" apare ca o piață pe care se manifestă *cererea* şi *oferta de credite.*

2.1.2. Piața creditului

Descrierea modului de formare a ratei dobânzii reale *ex ante* prin prezentarea mecanismelor pieței creditului este mai ortodoxă, însă constituie, de fapt, o particularizare a descrierii anterioare a „pieței timpului" în cazul special al economiei monetare.

Există însă şi o altă interpretare tradițională, care se îndepărtează de la „teoria preferinței pentru timp", iar, ca urmare, prezentarea procesului de formare a ratei dobînzii reale prin mecanismele creditului necesită anumite completări.

Conform demonstrației lui Böhm-Bawerk, deşi preferința pentru timp este importantă pentru înțelegerea naturii dobânzii, procesul de formare a acestei mărimi economice include şi acțiunea unui alt factor, şi anume „productivitatea marginală anticipată a capitalului".

Astfel, dacă oferta de credite (oferta de resurse economisite, oferta de capital) se explică prin preferința mai mare sau mai mică a diverşilor indivizi pentru prezent, cererea de credite se reduce la o cerere de fonduri de investiții, adică la o cerere de resurse pentru finanțarea unor proiecte economice viitoare, care depinde de randamentul aşteptat al capitalului[1].

[1] - Randamentul capitalului este raportul dintre venitul net rezultat din operațiunile de capital şi valoarea capitalului. (Samuelson P., Norhaus W., *Economie politică*, Teora, Bucureşti, 2000, p. 317).

După cum rezultă din figura nr. 2, această variantă neoclasică a analizei pieței creditului poate fi reprezentată în termeni de „economii" (*Saving — S*) și „investiții" (*Investment — I*

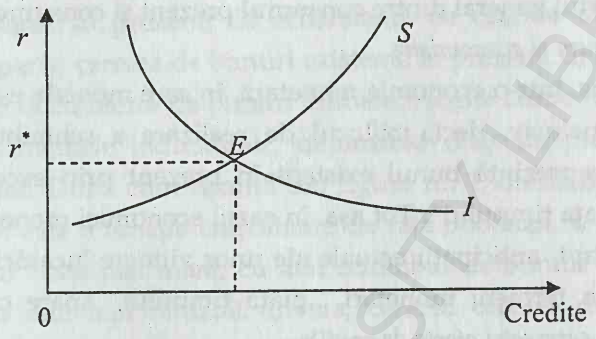


Figura nr. 2: Piața creditului de producție

Echilibrul acestei piețe este definit de punctul în care „prețul timpului", pretins de către ofertanții de fonduri (investitori, creditori), este egal cu randamentul capitalului așteptat de solicitatorii de fonduri (întreprinzători, debitori).

Rata dobânzii de echilibru, r^*, este și aici o rată reală *ex ante*, însă, concepția retrictivă subdiacentă cu privire la curbele de cerere și ofertă de credite — care este, de fapt, cea a lui Fisher — conferă procesului respectiv o semnificație precisă. Astfel, după cum arată unii autori, cum ar fi, reprezentanții școlii olandeze (T. Koopmans[1], M. Holtrop[2]), D. Roberson[3], M. Rothbard[4] etc., în această variantă analitică, piața creditului este considerată a fi identică cu piața creditelor de producție. De asemenea, autorii menționați subliniază că, în analiza respectivă, nu se ține seama de cantitatea de monedă în circulație.

De aceea, a fost elaborată și o altă variantă interpretativă, mai cuprinzătoare și mai apropiată de realitate, care ia în considerare inclusiv acțiunea statului, concretizată prin variațiile cantității de monedă.

În această nouă versiune, oferta de credite cuprinde oferta de credite finanțate din economii private și din resurse publice plus variațiile ofertei de

---

[1] - Koopmans T., *Scientific papers of Tjalling C. Koopmans*, 1970.
[2] - Holtrop M., *Theories of the Velocity of Circulation of Money in Earlier Economic Literature*, ed. cit.
[3] - Roberson D., *Essays in Monetary*, Londres, 1940.
[4] - Rothbard M., *Man, Economy and State*, ed. cit.

monedă; la rândul său, cererea de credite cuprinde cererea privată şi publică[1] de fonduri, la care se adaugă variaţiile cererii de monedă.

Deoarece, în general, funcţia ofertei de monedă este crescătoare în raport cu rata dobânzii, iar funcţia cererii de monedă este descrescătoare în raport cu aceiaşi variabilă, aceaste noi modalităţi de definire a variabilelor care exprimă cererea şi oferta de credite nu modifică forma curbelor respective. Însă, după cum rezultă din figura nr. 3, extinderea noţiunii de „credit" permite evidenţierea faptului că rata de echilibru a pieţei respective, r^*, este identică cu „preţul timpului", ce rezultă din confruntarea preferinţelor individuale temporale ale diverşilor indivizi.

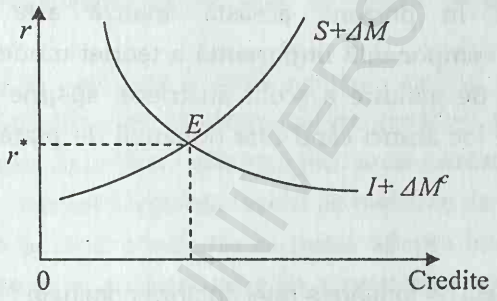


Fig. nr. 3: Piaţa generală a creditului

Trebuie totuşi spus că identitatea dintre rata r^*, formată prin procesul descris prin figura nr. 3, şi „preţul timpului" este valabilă, dacă sunt îndeplinite două condiţii. În primul rând, este necesar ca diverse componente ale pieţei de capital (piaţa interbancară, piaţa creditelor bancare, piaţa creditelor comerciale, piaţa financiară etc.), existente în mod concret în economia respectivă, să fie pieţe concurenţiale şi nefragmentate (pieţe eficiente), astfel încât să ducă la formarea unui singur nivel al ratei dobânzii caracteristic pieţei creditului. În al doilea rând, este necesar ca variaţiile ofertei de monedă să fie endogene şi neutrale, în sensul că sunt determinate exclusiv de creşterea proiectată a economiilor ce vor fi realizate de agenţii economici (creşterea gradului de monetizare). Cu alte cuvinte, este necesar ca politica monetară să fie neutră, nu expansionistă sau restrictivă, astfel încât nivelul de echilibru al ratei dobânzii să

[1]- Cererea publică de fonduri poate fi determinată, de exemplu, de necesitatea acoperirii deficitului bugetar.

corespundă ratei dobânzii reale *ex ante*, rezultate din preferințele temporale ale agenților economici.

Aceste condiții caracterizează ceea ce K. Wiksell[1] a numit rata dobânzii „naturală" sau „normală", care, deşi dedusă pe baza unei concepții mai focalizate pe procesul de producție, are acelaşi rol de rată de referință. Astfel, conform autorului suedez, *„rata dobânzii «naturală» este acea rată a dobânzii care este neutră în raport cu prețurile de pe piața bunurilor şi serviciilor sau, altfel spus, rata la care cererea şi oferta de pe piața reală sunt egale"*[2].

Autorul menționat a fost primul care analizat abaterile ratelor dobânzii observabile în mod curent față de o anumită rată a dobânzii de referință neobservabilă. În prezent, această analiză este frecventă în literatură, constituind o componentă importantă a teoriei moderne a creşterii economice, care, pe linia de gândire a şcolii austriece, susține că faza de expansiune a economiei are loc atunci când rata dobânzii de piață este mai mică decât rata naturală.

2.2. Procesul de formare a ratei dobînzii nominale

Abaterile ratelor dobânzii curente, existente pe piața creditului, de la rata reală *ex ante* se explică prin factorii monetari care influențează nivelurile dobânzilor observabile şi care, de aceea, provoacă diverse genuri de efecte. După cum au arătat J. Sargent [3] şi W. Gibson[4], se pot delimita trei tipuri de efecte: „efectul Wicksell", „efectul Fisher" şi „efectul Keynes".

2.2.1. Efectul Wicksell

În analiza lui Wicksell, factorul care determină abaterea ratei dobânzii observate (nominale, monetare) de la rata naturală este activitatea sectorului bancar. Astfel, băncile comerciale pot să-şi sporească sau să-şi reducă oferta de

---

1 -Wicksell K., *Interest and Prices*, ed. cit.

2 - Idem.

3- Sargent J., *Commodty Price Expectations and the Interest Rate*, Quarterly Journal of Economics, February, 1969.

4- Gibson W., *The Lag in Effect of Monetary Policy on Income and Interest Rates*, Quarterly Journal of Economics, May, 1970.

monedă şi, deci, pot să-şi modifice în modul acesta oferta de credite. Ca urmare, prin acordarea unui volum mai mare sau mai mic de credite, băncile modifică nivelul de echilibru al ratei dobânzii monetare. Rezultă că, în pofida denumirii sale, aceasta este, de fapt, o rată reală *ex post*.

Pe de altă parte, nu numai activitatea băncilor comerciale, ci şi acţiunea băncii centrale poate induce o rată curentă diferită de rata reală *ex ante*.

Indiferent de modul în care apare, o asemenea abatere declanşează un proces cumulativ de amplificare a ecartului iniţial dintre cele două rate. Însă, după ce atinge un anumit prag, distorsiunea respectivă dă naştere unui proces de reechilibrare, astfel încât, pe termen lung, se restabileşte până la urmă condiţia de echilibru: egalitatea dintre rata monetară (nominală) şi rata naturală.

De exemplu, în cazul în care rata curentă a pieţei este mai mică decât rata naturală, producătorii sunt stimulaţi să efectueze noi investiţii, deoarece costul împrumuturilor contractate de la bănci este mai mic decât randamentul aşteptat al capitalului. Ca urmare, are loc creşterea cererii de mijloace de producţie, ceea ce determină, în măsura în care oferta nu se poate adapta imediat, creşterea preţurilor bunurilor respective. Această creştere a preţurilor sporeşte valoarea bunurilor de capital existente în prezent şi, deci, determină creşterea nivelului ratei naturale. În consecinţă, ecartul dintre rata naturală şi rata monetară se măreşte, ceea ce îi incită şi mai mult producătorii să facă investiţii ş.a.m.d.

Procesul cumulativ descris mai sus se opreşte totuşi în momentul care resursele de creditare ale băncilor se epuizează. Într-adevăr, fondurile sectorului bancar se termină mai devreme sau mai târziu, deoarece, din cauza ratei monetare reduse, publicul încetează să-şi mai depună economiile la bănci, ceea ce creează acestora din urmă probleme de lichiditate, pe care vor încerca să le rezolve prin creşterea ratei dobînzii monetare. De aceea, după trecerea unei perioade de timp suficient de lungi şi în ipoteza că băncile măresc suficient de mult rata curentă, astfel încât să ajungă la nivelul ratei naturale, condiţia de echilibru se restabileşte şi întregul proces se reiterează.

În cazul invers, în care rata monetară este mai mare decât rata naturală, se declanşează un proces cumulativ similar, dar în direcţie opusă: scăderea investiţiilor, preţurilor, randamentului capitalului şi ratei naturale, până în momentul în care băncile ajung să dispună de un mare volum de resurse de creditare neplasate, ceea ce le determină să reducă rata nominală (monetară).

Conceptul de „efect Wicksell" desemnează, aşadar, procesul de formare a ratei dobânzii curente prin comportamentul băncilor comerciale, în principal prin reacţia acestora la modificarea parametrilor lor de lichiditate şi de solvabilitate. Această modificare se poate produce ca urmare a modificării condiţiilor pieţei sau a măsurilor de politică monetară adopate de banca centrală.

În analiza wickselliană, acest comportament provoacă apariţia unui ecart între rata dobânzii curente şi rata reală *ex ante*, ceea ce determină, la rândul său, variaţiile nivelului general al preţurilor şi, în general, fluctuaţiile ciclice ale economiei.

2.2.2. Efectul Fisher

Spre deosebire de Wicksell, Fisher nu compară rata reale *ex ante* cu rată reală *ex post*, ci cu rata nominală curentă.

„Efectul Fisher" constă în acţiunea exercitată de anticipaţiile cu privire la inflaţie asupra ratei dobânzii nominale curente observate.

Originea acestei analize se găseşte în ceea ce se numeşte „paradoxul Gibson". Astfel, în anul 1923, statisticianul englez A. Gibson a publicat un studiu care demonstrează existenţa unei corelaţii pozitive între dinamica nivelului general al preţurilor şi dinamica ratei dobânzii nominale. În epocă, acest rezultat i-a surprins pe economişti, deoarece, în concepţia clasică, dominantă în acea epocă, evoluţia ratei dobânzii depinde de factorii reali (preferinţa pentru timp şi productivitatea capitalului), iar evoluţia nivelului general al preţurilor, de oferta de monedă. În plus, în concepţia respectivă, nivelele reduse ale ratei dobânzii erau asociate unor preţuri mari, conform următoarei secvenţe:

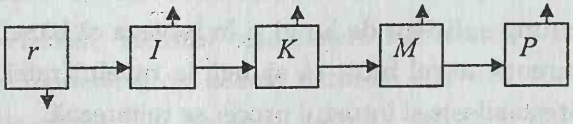


Fig. nr. 3: Legătura dintre rata dobânzii şi preţuri în concepţia clasică

În figura de mai sus, simbolurile au următoarea semnificaţie:

r — rata dobânzii;

I — volumul investiţiilor;

K — volumul creditului;
M — oferta de monedă;
P — nivelul general al preţurilor.

„Paradoxul lui Gibson", cum l-a numit Keynes[1], *este că, într-o formă aparent inversă, relevă că o creştere a preţurilor este însoţită de o creştere a ratei dobânzii.*

Explicaţia acestui paradox a fost oferită de I. Fisher[2], care a fost printre primii economişti care au arătat că este necesar să se facă distincţie între rata reală şi rata nominală.

După cum am mai menţionat, „relaţia lui Fisher" este o relaţie dintre rata nominală *ex post* şi inflaţia *ex post*:

$$i = r + \pi \tag{20}$$

Relaţia dintre rata nominală *ex ante* şi inflaţia *ex ante* este:

$$i = r^a + \pi^a \tag{21}$$

Se observă că relaţia (20) rezultă din relaţia (18), iar relaţia (21) rezultă din relaţia (19).

Astfel, presupunând că agenţii economici anticipează că va avea loc o creştere a preţurilor ($\pi > 0$), iar rata dobânzii anticipată şi rata *ex post* sunt egale, $r = r^a$, curbele de cerere şi ofertă de credite din figura nr. 2 se vor deplasa în sus şi spre dreapta, determinând un nivel al ratei dobânzii de pe piaţă, i, mai mare decât rata reală, r. Ecartul dintre rata curentă nominală şi rata reală *ex ante* este provocat, deci, de anticipaţiile cu privire la inflaţie.

Concluzia de mai sus nu elimină însă toate dificultăţile, deoarece rămâne deschisă problema modului în care se formează anticipaţiile cu privire la inflaţie şi cum se cuantifică acestea printr-o anumită rată, π^a.

Explicaţia lui Fisher este elaborată pe baza teoriei cantitative clasice, conform căreia anticipaţiile inflaţioniste rezultă din previzionarea eventualelor creşteri ale ofertei de monedă. Pentru măsurare, el propune amintitul procedeu al calculării ratei inflaţiei anticipate ca o medie aritmetică ponderată a ratelor

[1] - Keynes J., *A Treatise on Money*, ed. cit.
[2] - Fisher I., *The Theory of Interest*, ed. cit.

inflației din trecut, ale cărei ponderi scad pe măsură ce ratele respective sunt situate mai departe înapoi în timp:

$$\pi_t^a = \sum_{j=0}^{n} \lambda_j \cdot \pi_{t-j} \qquad (21)$$

unde coeficienții λ_j scad pe măsură ce indicii j se referă la perioade de timp din ce în ce mai vechi.

După cum am mai menționat, descrierea acestui proces extrapolativ de formare a anticipațiilor a cunoscut un mare succces prin adoptarea şi dezvoltarea sa de către unii economişti prestigioşi, cum ar fi, M. Friedman[1] şi P. Cagan[2].

În ceea ce îl priveşte, Fisher ajunge la concluzia că media ponderată care este cel mai intens corelată cu dobânda nominală este cea care presupune un mare decalaj de ajustare: în cazul de care s-a ocupat el (SUA — la începutul secolului XX), agenții economici aveau nevoie de o perioadă de timp cuprinsă între 10 şi 30 de ani pentru a integra cca. jumătate din rata medie a inflației în comportamentele lor relevante pentru determinarea ratei dobânzii nominale.

Studiile empirice ulterioare, bazate pe procedee mai elaborate de descriere a procesului de formare a anticipațiilor, vor arăta însă că decalajele de ajustare sunt mult mai scurte (de ordinul a 2 ani)[3].

În general vorbind, analiza lui Fisher presupune că rata dobânzii reală nu depinde de rata inflației. Aceasta, *inter alia*, pentru că cererea de monedă, tratată de el, reamintim, ca o componentă a cererii de credite, depinde de rata dobânzii reală. Or, după cum a demonstrat R. Mundell[4], adevăratul cost al opțiunii (*oportunity cost*) pe care îl au în vedere agenții economici în decizia lor de a deține sau nu o anumită cantitate de monedă este rata nominală, nu rata reală. Ca urmare, cu cât anticipațiile inflaționiste sunt mai puternice, cu atât rata nominală este mai mare, iar cererea de monedă este mai mică, ceea ce se

---

1 - Friedman M., *Studies în the Quantity Theory of Money*, ed.cit.

2 - Cagan P., *The Monetary Dynamics of Hyperinflation*, ed. cit.

3 - De ex., Sargent T., Sargent J., *Commodty Price Expectations and the Interest Rate*, ed. cit.; Yohe W., Karnosky D., *Interest Rates and Prices Level Changes*, Federal Reserve Bank of Saint Louis Review, December, 1969; Anderson L., Carlson K., *A Monetarist Model for Economic Stabilization*, Federal Reserve Bank of Saint Louis Review, April, 1970.

4 - Mundell R., *Inflation and Real Interest*, Journal of Political Economy, June, 1961.

repercutează asupra ratei reale, forţând-o să scadă. Rezultă că rata dobânzii reală nu este nici ea independentă de rata inflaţiei.

Problema se complică şi mai mult, având în vedere că un important studiu statistic — bazat tot pe datele referitoare la economia americană — publicat la începutul anilor '70 de către M. Feldstein şi D. Eckstein[1], arată că, într-adevăr, pe termen scurt, lucrurile stau aşa cum afirmă Mundell, însă, pe termen lung, rata reală se formează în concordanţă cu „efectul Fisher", adică independent de rata inflaţiei.

2.2.3. Efectul Keynes

Analiza keynesiană a factorilor determinanţi ai ratei dobânzii curente constituie esenţa cunoscutei sale teorii a preferinţei pentru lichiditate, care sintetizează şi generalizează concluziile la care au ajuns Fisher şi Wicksell.

Într-adevăr, în *„Teoria generală..."* se regăseşte, pe de o parte, concepţia fisheriană a ratei dobânzii reale *ex ante*, care, în limbaj keynesian specific, se numeşte „rata eficacităţii marginale a capitalui"; această variabilă este echivalentă cu ceea ce Fisher numeşte „rata randamentului intern" (*rate of return over cost*).

Pe de altă parte, după cum a demonstrat R. Mundell, rata dobânzii curente este implicit o rată nominală; în *„Teoria generală..."*, nivelul general al preţurilor este fix, iar, ca urmare, această rată, i, este comparabilă cu „rata monetară" din concepţia lui Wicksell, care este o rată reală *ex post*.

O altă idee preluată de Keynes de la Wicksell este că rata dobânzii curente se explică prin acţiunea unor factori de natură monetară. Adoptând acestă idee, Keynes o duce însă mai departe decât oricare dintre predecesorii săi, reţinând în analiză exclusiv piaţa monetară şi excluzând, deci, orice referinţă la piaţa creditului.

Într-adevăr, conform analizei keynesiene, nivelul de echilibru al ratei dobânzii curente, i^*, se formează, pe piaţa monetară, prin procesul de egalizare a ofertei de monedă, presupusă a fi exogenă, M^0, pe de o parte, cu cererea de monedă reală, M^c, dependentă de venitul global, Y, şi de rata dobânzii, i, —, pe de altă parte.

---

[1] - Feldstein M., Eckstein D., *The Fundamental Determinants of Interest Rates*, Review of Economics and Statistics, November, 1970.

BCU "M. EMINESCU" IAŞI
BIBLIOTECA CENTRALĂ UNIVERSITARĂ LIBRARY

Cu alte cuvinte, există relațiile:

$$M^o = M^c \tag{22}$$

$$\frac{M}{P} = f(Y,i) \tag{23}$$

$$f'_Y > 0$$

$$f'_i < 0$$

În acest cadru, mecanismul de formare a dobânzii curente poate fi reprezentat grafic ca în figura nr. 4.

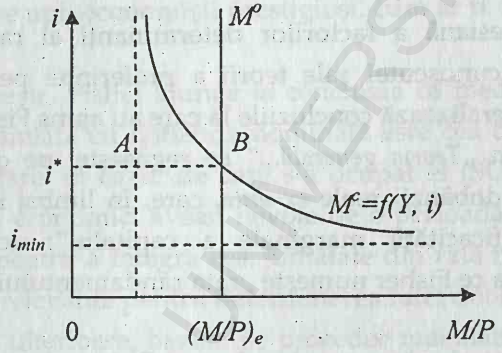


Fig. nr. 4: Piața monetară în analiza keynesiană

În figura de mai sus, asimptota verticală reprezintă segmentul cererii de monedă care depinde de venit (cererea de monedă activă), iar asimptota orizontală reprezintă „capcana monetară" (*liquidity trap*).

Nivelul de echilibru al ratei dobânzii, *i**, separă „economiile" — derminate de „propensiunea spre economisire" — în două componente: „economii plasate în titluri" şi „economii păstrate în formă monetară"; acestea din urmă sunt reprezentate prin segmentul *AB* (disponibilități băneşti inactive).

După Keynes, ecartul dintre rata reală *ex ante* şi rata curentă se explică prin faptul că aceasta din urmă *„nu este «prețul» care stabileşte un echilibru între cererea de resurse pentru investiții şi acceptarea abținerii de la consumul curent, [ci] «prețul» care echivalează dorința de a păstra avuția în formă de numerar [lichidă — n.n.] şi cantitatea de numerar [monedă — n.n.] disponbilă"*[1].

[1] - *Teoria generală a folosirii mîinii de lucru, a dobînzii şi a banilor*, ed. cit., p. 188.

În aceste condiții, „efectul Keynes" conține, de fapt, trei componente:

1) „efectul — lichiditate";

2) „efectul — venit";

3) „efectul — finanțare".

1) *„Efectul — lichiditate"* constă în scăderea nivelului de echilibru al ratei dobânzii curente ca urmare a creşterii ofertei de monedă. Într-adevăr, după cum rezultă din figura nr. 5, dacă masa monetară creşte, nivelul de echilibru al ratei dobânzii curente, i^*, scade până la un nivel minimal, sub care începe să se manifeste „capcana monetară".

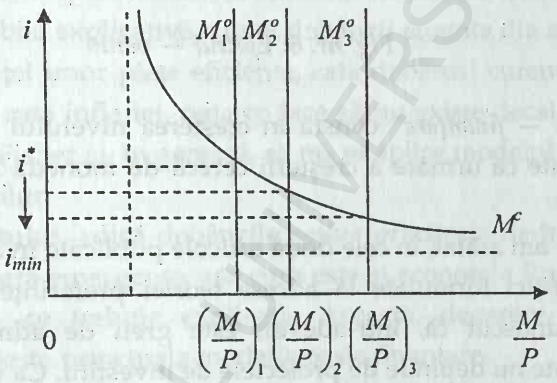


Fig. nr. 5: Efectul — lichiditate

Amploarea „efectului — lichiditate" depinde, deci, de politica monetară dusă de autorități, care însă nu poate acționa asupra ratei dobânzii decât în măsura în care aceasta se situează peste nivelul său minim, definit, la limită, de „capcana monetară".

2) *„Efectul — venit"* constă în creşterea nivelului de echilibru al ratei dobânzii curente ca urmare a creşterii venitului global. Într-adevăr, la o ofertă de monedă constantă, dacă, în urma unei variații a nivelului venitului global, cererea de monedă în vederea tranzacțiilor se modifică, rata dobânzii curente variază şi ea.

După cum rezultă din figura nr. 6, în cazul creşterii venitului, „efectul — venit" se manifestă prin deplasarea spre dreapta a asimptotei verticale, căreia îi corespunde o creştere a ratei dobânzii.

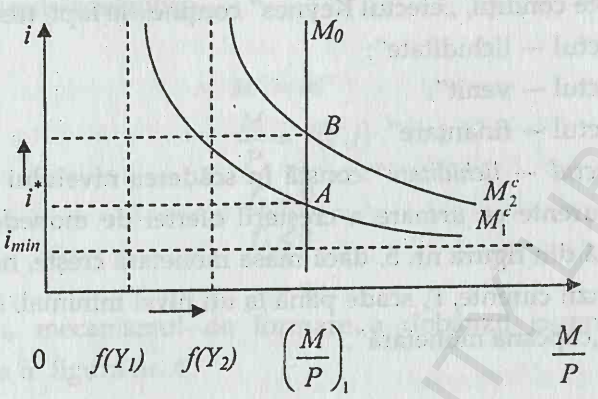


Fig. nr. 6: Efectul — venit

3) *„Efectul — finanțare"* constă în creşterea nivelului de echilibru al ratei dobânzii curente ca urmare a creşterii cererii de monedă în vederea finanțării investițiilor.

După cum am arătat, în cele două articole publicate în anul 1937 ca răspuns la diversele critici formulate la adresa teoriei preferinței pentru lichiditate, Keynes a recunoscut că, într-adevăr, este greu de admis că nivelul ratei dobânzii curente nu depinde de proiectele de investiții. Ca urmare, el a adăugat motivul finanțării la cele trei motive ale cererii de monedă avute în vedere în *„Teoria generală..."* (tranzacții, precauție şi speculație), ceea ce i-a permis să înlăture obiecțiile respective.

Introducerea motivului finanțării are însă anumite implicații, *inter alia*, asupra modului de reprezentare a procesului de formare a ratei dobânzii curente. Asfel, cererea de monedă adițională, suscitată de creşterea prevăzută a investițiilor, determină, la fel ca în cazul „efectului — venit", deplasarea spre dreapta a curbei cererii de monedă. Or, la un nivel constant al ofertei de monedă, această glisare determină creşterea ratei dobânzii.

În modul acesta, în teoria keynesiană, rata dobânzii curente este relaționată cu cererea de investiții, la fel ca în teoria pieței creditului, ceea ce i-a permis lui Keynes să afirme, pe bună dreptate, că teoria sa constituie, de fapt, o generalizare a „teoriei *ex ante* a ratei dobânzii"[1].

[1] - Keynes J., *The Ex-ante Theory of the Rate of Interest*, ed.cit.

2.2.4. Factori identificaţi empiric

Cadrul social-economic şi instituţional diferă mult de la o ţară la alta, iar, ca urmare, relaţiile econometrice în care figurează rata dobânzii, stabilite pe baza datelor statistice naţionale, sunt, din punct de vedere formal, destul de diverse. Astfel, în economiile de piaţă emergente, în care procesul de reglare a pieţelor prin preţuri este limitat, analiza factorilor determinanţi ai ratei dobânzii curente se reduce la descrierea modului de formare a ratei dobânzii bancare creditoare (active), considerate a fi reprezentative pentru costul creditului. Şi chiar şi în cazurile în care pieţele funcţionează normal, evoluţiile divergente ale economiilor unor ţări impun utilizarea cursului de schimb sau a ratei dobânzii dintr-o ţară ca variabilă explicativă a ratei dobânzii curente din altă ţară. În fine, în condiţiile existenţei unor pieţe eficiente, rata dobânzii curente se adaptează cvasiinstantaneu la rata inflaţiei, ceea ce face să nu existe decalajele temporare avute în vedere de Fisher şi, în general, să nu se aplice modelul extrapolativ de formare a anticipaţiilor.

1) Costul creditului, adică dobânzile active practicate de bănci, constituie, în economiile de piaţă emergente, aşa cum este şi economia României, cea mai relevantă variabilă ce trebuie explicată. Aceasta, deoarece, în economiile respective, creditul este principala modalitate de finanţare.

Costul creditului reflectă, pe de o parte, impactul măsurilor de politică monetară adoptate de banca centrală, prezentate în capitolele VII şi VIII *supra*, iar pe de altă parte, efectul comportamentelor băncilor comerciale, analizate în cap. IV § 2.4.1 şi §4.2.4.2 *supra*.

Astfel, în condiţiile concrete existente în prezent în România, de exemplu, marjele medii de dobândă prezintă o tendinţă de scădere, deşi continuă să fie mai mari decât media înregistrată de băncile comerciale din alte ţări central şi est-europene. În general, ca răspuns la impulsurile de politică monetară, băncile din România reacţionează prin majorarea costurilor la creditele vechi, diminuând, pe de altă parte, dobânzile la creditele noi acordate, în scopul atragerii de clienţi[1].

2) Cursul de schimb şi dobânzile din străinătate constituie factori determinanţi ai ratei dobânzii curente în economiile deschise, în care mişcările de capital au fost liberalizate. Acţiunea acestor factori poate fi evidenţiată atât

[1] - *Raport asupra stabilităţii financiare 2007*, BNR, p. 34.

prin analiza modului de funcționare a pieței creditului, cât și prin analiza în termeni de „efecte" („efectul Wicksell", „efectul Fisher" și „efectul Keynes"). Aceasta, deoarece acțiunea factorilor respectivi constă în modificarea pozițiilor curbelor de cerere și de ofertă implicate.

Un caz particular este cel al economiilor satelite, unde exprimarea econometrică a ratei dobânzii curente relevă legătura directă intensă care există între variațiile ratei observate în țara avută în vedere, pe de o parte, și evoluția ratei dobânzii din economia dominantă și/sau cursul de schimb al monedei naționale și monedelor internaționale, pe de altă parte.

Acest grad de dependență al dobânzilor interne de variabilele internaționale depinde de contextul instituțional în care se desfășoară schimburile cu străinătatea și, în primul rând, de regimul de curs valutar existent. De exemplu, în cazul economiei românești, ratele dobânzii de pe piețele financiare internaționale și, în primul rând, de pe piețele din zona euro au devenit variabile explicative semnificative pentru evoluția dobânzilor interne doar după finalizarea, în anul 2006, a liberalizării mișcărilor de capital.

În condițiile actuale, ale existenței unor cursuri de schimb flotante, modificările cursului (curente sau anticipate) determină modificarea ratei dobânzii curente printr-un mecanism descris de „teoria parității ratelor dobânzii"[1].

De fapt, nu este vorba despre o „teorie", căci nu se precizează sensul legăturii cauzale dintre cursul de schimb și monedă, ci se demonstrează doar că există o echivalență între, pe de o parte, diferențialul dobânzilor din două țări, iar pe de altă parte, diferențialul valutar (*deport, report*) al monedelor țărilor respective. După cum vom arăta în cap. XIII *infra*, egalizarea acestor două tipuri de diferențiale se realizează prin operațiunile de arbitraj valutar.

„Teoria parității ratelor dobânzii" este folosită, de obicei, pentru explicarea legăturii cauzale „rata dobânzii → cursul valutar", însă, din motivele arătate, poate fi utilizată, de asemenea, pentru evidențierea legăturii inverse: „curs valutar → rata dobânzii".

3) Eficacitatea piețelor constituie un alt factor determinant al ratei dobânzii, a cărui acțiune este relevantă mai ales în cazul economiilor dezvoltate, în care prețurile reflectă toate informațiile disponibile[2]. În mod practic, această condiție

---

1 - A se vedea cap. XIII §2.2 *infra*.

2 - Fama E., *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, Journal of Finance, May, 1970.

este îndeplinită doar de câteva pieţe financiare internaţionale, însă, în cazul pieţelor respective — puţine ca număr, dar de importanţă mondială —, se constată că, într-adevăr, rata dobânzii curente se stabileşte, conform relaţiei lui Fisher, pe baza ratei inflaţiei anticipate.

Însă, spre deosebire de ceea ce credea Fisher, anticipaţiile cu privire la inflaţie nu sunt de tip extrapolativ, deoarece influenţa decalată în timp a ratei inflaţiei observate în trecut este incompatibilă cu situaţia unei pieţe eficiente, unde preţurile curente reflectă toate informaţiile disponibile, inclusiv, deci, cele referitoare la trecut. Ca urmare, în acest caz, este necesară descrierea modului de formare a anticipaţiilor privind preţurile printr-un alt model decât cel al anticipaţiilor extrapolative.

De aceea, pornind de la de la ipoteza pieţei eficiente şi de la ideea că orice variaţie a preţurilor anticipată se repercutează asupra ratei dobânzii curente (relaţia lui Fisher), E. Fama[1] ajunge la concluzia că această rată sintetizează informaţiile disponibile şi că, deci, este cel mai bun predictor posibil al anticipaţiilor privind preţurile. Pornind de aici şi utilizând modelul anticipaţiilor raţionale, pe care îl adaptează la necesităţile analizei ratei dobânzii, autorul citat demonstrează că rata dobânzii curente se ajustează instantaneu în funcţie de variaţiile ratei inflaţiei efective.

Procesul de adaptare a ratei dobânzii curente la rata inflaţiei anticipate este un procedeu empiric de estimare a ratei dobâzii reale *ex ante*, $r^a = i - \pi^a$, care, în mod practic, constă în încercări, tatonări, corecţii ale erorilor ş.a.m.d.

În aceste condiţii, se poate spune că eficacitatea pieţei poate fi măsurată prin gradul de concordanţă al ratei dobânzii reale *ex ante* cu rata dobânzii reale *ex post*. Altfel spus, pe o piaţă eficientă şi în condiţiile în care erorile de previzionare sunt pur aleatoare, rata dobânzii reale *ex ante* tinde să fie egală cu rata dobânzii reale *ex post*. Aceasta, deoarece:

$$\pi^a = \pi + \gamma \qquad (24)$$

unde:

γ — variabila care exprimă erorile de previzionare întâmplătoare.

---

1 - Fama E., *Short-term Interest Rates as Predictors of Inflation*, American Economic Review, June, 1975.

Analiza procesului de formare a ratei dobânzii pe piețele eficiente a permis dezvoltarea cercetărilor empirice cu privire la corelațiile macroeconomice în care este implicată această importantă variabilă, însă testele efectuate până în prezent sunt susceptibile de anumite critici. Astfel, după cum arată R. Roll[1], prin însăşi construcția lor, aceste teste nu pot respinge ipoteza piețelor eficiente: caracterul pur aleator al erorilor de anticipare, pe care îl presupune calitatea de piață eficientă, împiedică evidențierea eventualelor abateri ale ratei reale *ex ante* față de rata *ex post* şi, deci, duce la excluderea din câmpul vizual a situațiilor în care amintita condiție de eficiență nu este îndeplinită.

Rezultă că indiferent de modul de tratare a factorilor determinanți ai ratei dobânzii curente — empiric sau analitic, iar, în acest din urmă caz, printr-o descriere formală a modului de funcționare a pieței creditului sau printr-o aplicație a teoriei preferinței pentru lichiditate —, explicația include întotdeauna influența procesului de ajustare a pieței monetare.

Acest proces de ajustare este descris în termeni de stocuri — în mod explicit de către Keynes şi în mod implicit în lucrările care se ocupă de legătura cu rata inflației anticipate — sau în termeni de fluxuri — în alte analize —, însă constituie întotdeauna o componentă importantă a analizei. Şi, de fapt, o serie de deosebiri dintre interpretările respective provin din aceste opțiuni metodologice diferite.

Acestea fiind spuse, trebuie totuşi subliniat rolul explicativ important pe care îl are într-un plan cognitiv fundamental rata dobânzii reale. Or, aceasta din urmă priveşte schimburi intertemporale cu aceiaşi durată, ceea ce face ca, în principiu, să existe atâtea rate ale dobânzii, câte scadențe au creditele ce se acordă în economie.

3. Structura ratelor dobânzii

Analiza factorilor determinanți ai ratei dobânzii explică nivelul ratei dobânzii directoare, în jurul căreia se formează o constelație de rate aferente diverselor tipuri de credite. Căci, piața creditului (piața titlurilor

---

[1] - Roll R., *A Critique of the Asset Pricing Theory's tests*, Journal of Financial Economy, 1977.

corespunzătoare diverselor tipuri de credite), nu este omogenă, ci diferențiată în funcție de o serie de elemente, cum ar fi caracteristicile instituționale ale debitorilor şi creditorilor (credit guvernamental, neguvernamental, public), scadență (termen scurt, mediu, lung), destinație (producție, investiții, consum, export, import), mod de garantare (bunuri imobiliare, valori mobiliare, negarantat etc.) ş.a.m.d. Or, toți acești factori acționează în sensul diferențierii ratelor dobânzii, ducând — în economiile contemporane — la existența unei adevărate game de rate ale dobânzii mai mult sau mai puțin apropiate de rata directoare.

3.1. Structura temporală a ratelor dobânzii

Diversitatea ratelor (eterogenitatea titlurilor de credit) este determinată de un mare număr de elemente, care pot fi grupate totuşi în două categorii.

În primul rând, există unii factori care diferențiază ratele brute de ratele nete, cum ar fi: regimul fiscal, riscul de nerambursare, negociabilitatea etc. În al doilea rând, există factorul temporal, care constă în scadența creditului (maturitatea titlului).

Elementele din prima categorie sunt contigente, iar influența lor asupra abaterilor constatate în planul nivelurilor ratelor este destul de evidentă. Astfel, un titlu exonerat de impozit va avea, *caeteris paribus*, un randament mai mare decât un titlu care nu este scutit. De asemenea, un credit acordat unui debitor care prezintă un mare risc de faliment va avea o dobândă mai ridicată decât creditul acordat unui debitor mai sigur ş.a.m.d.

Factorii menționați explică existența unor deviații ale ratelor observate atât față de rata directoare, cât şi una față de alta, însă nu determină formarea unei adevărate structuri de rate ale dobânzii, adică a unui sistem de rate interdependente, care evoluează în mod unitar. Pentru a evidenția o asemenea structură, este necesară, deci, eliminarea elementelor contigente de genul celor menționate şi luarea în considerare a unor titluri care, prin prisma aspectelor respective, au aceleaşi caracteristici.

Spre deosebire de elementele menționate, factorul „timp" este cât se poate de relevant prin prisma ideii de structură, deoarece permite explicarea simplă a ecarturilor dintre rate: prin maturitățile diferite ale instrumentelor de credit.

De aici, noțiunea de *„structură temporală"* sau *„structură după criteriul scadenței a ratelor dobânzii"* (*term structure of interest rates*). Această structură temporală reflectă o anumită legătură între ratele aferente creditelor pe termen scurt şi ratele aferente creditelor pe termen lung, legătură ce poate fi evidențiată cu ajutorul curbelor de randament.

Într-adevăr, noțiunea de „structura temporală a ratelor dobânzii" este subdiacentă ideii că există o anumită relație între ratele pe termen scurt şi ratele pe termen lung.

Această legătură este dovedită, în primul rând, de istoria faptelor economice, care arată că ratele pe termen lung au fost, de regulă, mai mari decât ratele pe termen scurt şi că aceste două genuri de rate au evoluat, în majoritatea epocilor istorice, mai mult sau mai puțin paralel.

Trebuie însă menționat că o asemenea ierahizare a ratelor dobânzii în funcție de criteriul scadenței poate exista şi într-un sistem bancar şi financiar puternic centralizat, cum au fost, de exemplu, sistemele financiar — bancare din economiile comuniste. Într-adevăr, în cazul acestor economii, ierarhizarea amintită nu a constituit o „structură temporală" propriu-zisă, deoarece era impusă prin normele de creditare, care fixau în mod administrativ, în funcție de destinatar şi destinație, nivelul dobânzilor aferente diverselor genuri de credite; ea nu era creată, deci, prin actele de alegere liberă ale agenților economici între angajarea de credite pe termen scurt şi angajarea de credite pe termen lung. Or, în absența unei asemenea posibilități de alegere, de natură să stabilească un anumit echilibru între ecarturile ratelor caracteristice celor două categorii de credite, modularea dobânzilor în economia comunistă era absolut arbitrară, aşa cum arbitrare erau, de fapt, toate raporturile de preț.

În economia de piață, amintita posibilitate de alegere face ca rata pe termen lung să poată fi exprimată ca o combinație de rate pe termen scurt — şi invers: rata pe termen scurt să poată fi exprimată ca o expresie actualizată a unei combinații de rate pe termen lung. Ca urmare, este posibilă, într-adevăr, definirea riguroasă (matematică) a structurii temporale de rate. Astfel, un contract de credit (vânzare sau cumpărare a unui tiltlu), a cărui scadență este de n ani şi căruia îi este asociată o rată a dobânzii pe termen lung, este echivalent cu n contracte cu scadență de un an şi cu rată a dobânzii cunoscută cu anticipație. Un asemenea contract mai este echivalent cu un contract cu scadență de un an plus un contract cu scadență de n-1 ani ş.a.m.d.

În aceste condiții, contractul cu scadență de un an se caracterizează printr-o rată a dobânzii pe termen scurt (la vedere, *spot*), iar contractul cu scadență de mai mulți ani se caracterizează printr-o rată pe termen scurt viitoare sau o rată la termen (*future rate, forward rate*), adică o rată stabilită în prezent pentru o anumită perioadă viitoare. Această rată la termen are caracter „implicit", deoarece poate fi calculată direct pornind de la echivalența dintre procedeul încheierii unui contract unic cu rată pe termen lung (multianual) şi procedeul încheierii a *n* contracte cu durată de un an. În cazul în care ratele la termen afişate diferă de ratele la termen implicite, apare amintita posibilitate a efectuării unor operațiuni de arbitraj între cele două tipuri de piețe, cu scadență de *1* an şi de *n* ani, ceea ce aliniază ratele respective şi reechilibrează abaterile acestora.

Rezultă că rata pe termen lung este legată de rata pe termen scurt curentă (la vedere, *spot*) printr-un ansamblu de rate la termen implicite. Invers, fiecărei rate la vedere îi corespunde un ansamblu de rate la termen implicite. Ca urmare, structura ratelor dobânzii poate fi definită pornind atât de la ratele la vedere, cât şi de la ratele la termen implicite.

Totuşi, în cazul în care este vorba despre contracte de vânzare sau cumpărare de titluri, nu există, de obicei, date concrete privind ratele la vedere, care să reflecte exclusiv influența factorului „scadență". În consecință, definirea structurii se face, în general, utilizând ratele la termen implicite, care pot fi observate sau calculate pe piețele financiare la termen (*futures*).

O expresie aproximativă a structurii temporale a ratelor dobânzii este dată de curbele care exprimă legătura dintre ratele randamentelor nominale ale titlurilor, pe de o parte, şi maturitatea titlurilor respective, pe de altă parte. Aceste curbe arată că relația dintre ratele pe termen lung şi ratele pe termen scurt se modifică în timp; ea poate avea diverse forme, în funcție de conjunctura economiei şi de intervențiile băncii centrale, care, în anumite împrejurări, încearcă să mărească ratele pe termen scurt şi să scadă nivelul ratelor pe termen lung.

Cazul *a priori* reprezentativ pentru o situație „normală" este cel al unei curbe ascedente, conform căreia randamentele cresc pe măsură ce se măreşte durata plasamentelor (figura nr. 7)

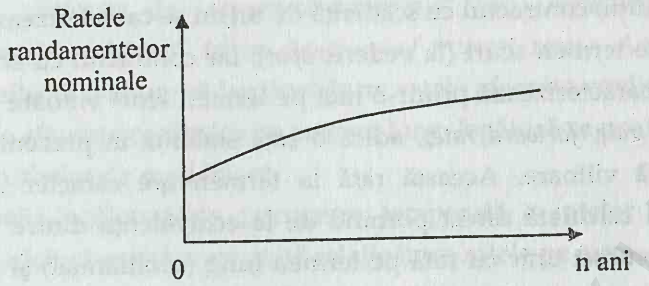


Figura nr. 7: Curba randamentelor „normală"

După cum rezultă din figura nr. 8, situația conjuncturii sau intervenția autorităților pot inversa panta curbei, ceea ce înseamnă că ratele pe termen scurt sunt mai mari decât cele pe termen lung (1). De asemenea, factorii amintiți pot face ca această curbă să aibă forma unei drepte orizontale (2), caz în care randamentele sunt egale, indiferent de maturitate. În fine, factorii respectivi pot face ca întâi să aibă loc o evoluție „normală" a randamentelor, iar apoi, dacă agenții economici prevăd că în viitor vor avea loc schimbări în planul conjuncturii sau al politicilor economice duse de autorități, acestea să scadă (3).

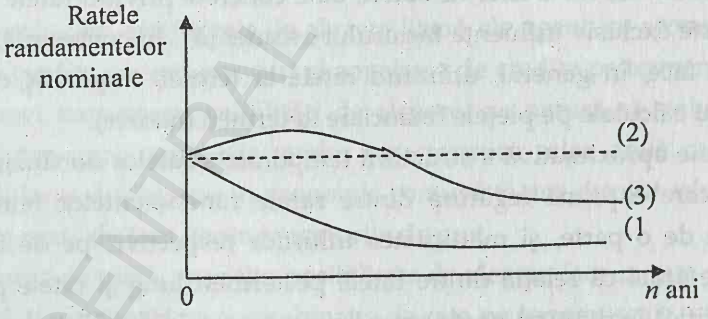


Figura nr. 8: Curba randamentelor atipice

Formele aticipe sunt, în realitate, mai rare decât cele „normale", iar, dacă totuși apar pe piețele financiare concurențiale și nefragmentate, tind să dispară destul de repede.

Înțelegerea acestor diverse forme necesită luarea în considerare și a altor factori care determină structura temporală a ratelor dobânzi. Acești factori sunt:

BCU ASICENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

a) anticipațiile (riscul);
b) cadrul instituțional.

3.2. Rolul anticipațiilor şi riscului ca factori de diferențiere a dobânzilor

Rolul anticipațiilor în procesul de diferențiere a ratelor dobânzii a fost evidențiat, pentru prima dată, de I. Fisher[1], care a învederat legătura care există între rata dobânzii nominală şi rata inflației anticipată de agenții economici („relația lui Fisher").

Pe această linie de gândire, a apărut apoi o modalitate influentă de explicare a structurii temporale ratelor dobânzii, bazată pe presupunerea că rata pe termen lung este o funcție de ratele pe termen scurt viitoare anticipate, estimate prin ratele la termen implicite.

Într-adevăr, supoziția că ratele la termen implicite sunt estimatori nedistorsionați ai ratelor pe termen scurt viitoare anticipate permite definirea ratei randamentului unui titlu pe termen lung ajuns la scadență în funcție de ratele pe termen scurt viitoare anticipate, deoarece, după cum am arătat, acestă rată pe termen lung este legată de ratele la termen implicite.

În condițiile existenței unor piețe eficiente şi ale unei informări perfecte (absența incertitudinii), rata pe termen lung este egală cu media geometrică a ratelor pe termen scurt (observate şi viitoare sau implicite) ale tuturor perioadelor pe termen scurt cuprinse în perioada lungă considerată.

Pentru a demonstra acest enunț, să notăm cu ir_n rata dobânzii care se aplică în momentul t creditelor cu scadență n, adică creditelor care se rambursează o singură dată în momentul $t+n$. Astfel, un agent economic, care se împrumută pentru o singură perioadă, va achita pentru 1 leu împrumutat o dobândă egală cu: $(1+ir_n)$; similar, un agent care se împrumută pentru două perioade, va achita la scadență o dobândă egală cu: $(1+ir_n)^2$ ş.a.m.d.

Să presupunem că piața pe care se contractează împrumutul respectiv (piața pe care se emit, vând şi cumpără titlurile de credit aferente) este o piață eficientă, în sensul că este perfect concurențială şi nu implică cheltuieli de

[1] - Fisher I., *The Theory of Interest*, ed. cit.

BCU "ASTRA" UNIVERSITY LIBRARY

tranzacționare sau de informare. Să mai presupunem că toți participanții anticipează că rata dobânzii pe termen scurt va fi în perioada următoare $_{t+1}a_1$ (ipoteza omogenității anticipațiilor).

În aceste condiții, structura ratelor dobânzii în momentul t trebuie să fie astfel încât pentru un participant să fie indiferent dacă:

a) emite (achiziționează) un titlu cu scadența de două perioade, cu valoare finală: $(1+_{t+1}r_2)^2$;

b) emite (achiziționează) în momentul t și în momentul $t+1$ câte un titlu cu scadența de o perioadă; în acest caz, valoarea finală a operațiunii este: $(1+_tr_1)(1+_{t+1}a_1)$.

Relația dintre rata pe termen scurt a unei perioade și rata implicită a două perioade este, deci, de forma:

$$1+_tr_2 = \sqrt{(1+_tr_1)(1+_{t+1}a_1)} \qquad (25)$$

De exemplu, dacă rata *spot* aferentă scadenței de 1 an este 10%, iar rata anticipată pentru sfârșitul anului respectiv este 12,01%, rata *spot* implicită aferentă scadenței de 2 ani trebuie să fie 11%. Căci, în caz că nu este așa, apar o serie de operațiuni de arbitraj între cele două segmente de piață, care vor continua până în momentul în care condiția (25) va fi îndeplinită.

Astfel, să admitem că $_{t+1}a_1$=12,01%. Dacă $_tr_1$=12% și $_tr_2$=8%, toți agenții economici vor dori să acorde credite pe termen scurt (să cumpere titluri corespunzătoare unor astfel de credite), la care dobânda aferentă este: (1+0,12)(1+0,1201)=1,2545, și totodată să angajeze împrumuturi pe termen lung (2 ani) (să vândă titluri corespunzătoare unor asemenea credite), la care dobânda ce trebuie plătită este mai mică: $(1+0,8)^2$=1,1664. În consecință, între cele două tipuri de operațiuni se nasc mișcări de capital corespunzătoare, care vor continua, determinând reducerea ratei $_tr_1$ și creșterea ratei $_tr_2$, până în momentul în care relația (25) va fi satisfăcută.

În general, se poate, deci, scrie relația:

$$1+_tr_n = \sqrt[n]{(1+_tr_1)(1+_{t+1}a_1)\ldots(1+_{t+n}a_1)} \qquad (26)$$

Relația (26) arată că *rata pe termen lung este media geometrică a ratelor pe termen scurt observate și a ratelor pe termen scurt anticipate pentru toate perioadele pe*

termen scurt rămase, cuprinse în perioada lungă considerată — ceea ce era de demonstrat.

Demonstrația de mai sus a fost făcută pentru prima dată, în anul 1940, de către economistul american F. Lutz[1]. Din această demonstrație rezultă că o structură de rate pe termen scurt, existentă la un moment dat, influențează puternic anticipațiile pe care agenții economici le fac cu privire la evoluția viitoare a ratei dobânzii. De exemplu, dacă $_tr_1$=10%, $_tr_2$=11% şi $_tr_3$=13%, înseamnă că piața anticipează că în viitor va avea loc o creştere a ratei dobânzii. Mai precis, se pot calcula ratele: $_{t+1}a_1$=12,01% şi $_{t+1}a_2$=14,03%. Ca urmare, ratele pe termen lung sunt mai mari decât ratele pe termen scurt observate, ceea ce dă naştere unei curbe de randament ascedentă (figura nr. 7).

Dacă, dimpotrivă, piața anticipează o scădere a ratelor pe termen scurt viitoare, curba randamentului va fi descedentă; dacă anticipațiile cu privire la ratele pe termen scurt viitoare nu fac altceva decât să reproducă ratele pe termen scurt actuale, această curbă va fi o dreaptă paralelă cu abscisa; în fine, dacă se prevede că ratele pe termen scurt vor creşte într-o primă fază, iar apoi vor scădea, randamentele se vor situa pe un loc geometric de forma curbei (3) din figura nr. 8.

2) Dacă ipotezele menționate sunt valabile (piață eficientă; informații perfecte — în sensul că predicțiile se efectuează în condiții de certitudine; anticipații omogene), titlurile cu diverse scadențe sunt perfect interşanjabile. Astfel, în termenii exemplului anterior, dacă un investitor are fonduri disponibile pe o perioadă de 2 ani, el poate cumpăra un titlu cu scadență de 2 ani, poate cumpăra succesiv două titluri, fiecare cu scadență de 1 an, poate cumpăra un titlu cu scadență de 3 ani, pe care să îl vândă apoi după 2 ani etc.; în toate aceste cazuri, randamentul operațiunii de plasament respective este de 11% pe an.

Varianta inițială a abordarii prin prisma teoriei anticipațiilor, prezentată mai sus, a suscitat numeroase critici, cum ar fi, cele formulate de D. Luckett[2], care a arătat că ipotezele pe care se bazează interpretarea respectivă sunt foarte restrictive şi că, de aceea, nu se verifică în realitate. De asemenea, M. Rothbard[3]

---

[1] - Lutz F., Lutz V., *The Theory of Investment of the Firm*, Princeton University Press, Princeton, NJ, 1951, reprint, Westport, Coon: Greenwood, 1969.

[2] - Luckett D., *Professor Lutz and the Structure of Interest Rates*, Quarterly Journal of Economics, February, 1959.

[3] - Rothbard M., *Man, Economy and State*, ed.cit.

a observat că nu există nici un motiv ca anticipațiile cu privire la rata dobânzii să se refere cu prioritate la ratele pe termen scurt şi să nu privească niciodată în mod direct ratele pe termen lung. Şi chiar dacă se admite această stranie particularitate a modului de formare a anticipațiilor, este neverosimil că agenții economici economici prevăd evoluția ratelor pe termen scurt pentru toate perioadele de timp viitoare, până la „judecata de apoi", cum a spus J. Robinson[1].

De aceea, în loc să determine structura temporală într-un orizont de timp extins, definit pe baza legăturii dintre anticipațiile privind ratele pe termen scurt viitoare şi o singură rată pe termen lung, B. Malkiel[2] a propus o manieră mai recentă de abordare, în care agenții economici prevăd, într-un orizont de timp scurt, ratele pe termen scurt ale mai multor tittluri.

Această nouă variantă interpretativă are avantajul că permite, *inter alia*, integrarea teoriei selecției portofoliului optim: anticiparea creşterii ratelor pe termen scurt viitoare corespunde anticipării unei pierderi de capital determinate de devalorizarea titlurilor deținute de agenții economici; aceste pierderi sunt cu atât mai mari, cu cât activele au o maturitate mai îndepărtată; de aceea, anticipațiile respective provoacă o restructurare a portofoliilor în favoarea activelor pe termen scurt, al căror preț va creşte, pe când prețul activelor pe termen lung se va reduce; aceste modificări de prețuri fac ca ratele pe termen scurt să fie mai mici decât ratele pe termen lung şi, deci, dau naştere unor curbe de randament ascedente.

În acest cadru, curbele atipice din figura nr. 8 se explică printr-un şir simetric de efecte, dar care se produc în cazul în care agenții economici anticipează în mod diferit (neomogen) ratele pe termen scurt.

Rezultă că, în această variantă interpretativă, la fel ca în versiunea inițială a lui Fisher, explicația structurii temporale se bazează pe anticipațiile cu privire la ratele pe termen scurt. Conținutul acestei explicații se modifică însă prin introducerea conceptului de „risc" (incertitudine probabilistică).

---

1 - Robinson J., *Accumulation of Capital*, Macmillan, London, 1956.
Abordarea prin anticipații conduce la concluzia că, pe termen foarte lung, curba randamentelor este întotdeauna o dreaptă paralelă cu abscisa, deoarece, într-un asemenea orizont de timp, probabilitatea ca agenții economici să prevadă creşterea ratelor tinde să fie egală cu probabilitatea ca ei să prevadă scăderea ratelor $= \frac{1}{2}$.

2 - Malkiel B., *The Term Structure of Interest Rates*, Princeton University Press, Princeton, NJ, 1963.

Într-adevăr, este neîndoios că, în condiții de incertitudine cu privire la viitor, operatorii de pe piețele de capital nu sunt indiferenți la riscurile pe care le incumbă deținerea de titluri. De altfel, J. Hicks[1] a arătat încă în anul 1939 că, din cauza existenței unei prime de lichiditate, oricare ar fi modul de formare a anticipațiilor cu privire la dobânzi, ratele pe termen lung trebuie să fie mai mari decât ratele pe termen scurt şi, deci, curbele de randament trebuie să fie ascedente. Această primă, legată, deci, de preferința pentru lichiditate, compensează, de fapt, riscul de nelichiditate, care este presupus a creşte pe măsură ce creşte scadența titlului.

Ipoteza aversiunii față de risc poate fi extinsă la toate tipurile de riscuri, ceea ce permite generalizarea concluziei de mai sus, însă are dezavantajul că nu explică curbele de randament atipice. Totuşi, aşa cum demonstrează B. Malkiel[2] şi R. Masera[3], ipoteza respectivă este compatibilă cu abordarea prin prisma teoriei anticipațiilor, mai ales cu varianta acesteia din urmă care integrează rezultatele teoriei selecției portofoliului optim. Acestă variantă a fost elaborată de J. Tobin, care explică *preferința pentru lichiditate ca o reacție la risc*[4].

Într-adevăr, dacă rata la termen implicită este mai mare decât rata *spot* anticipată aferentă, şi anume cu o sumă egală cu prima de risc, ratele la termen pot fi considerate estimatori deviați ai ratelor pe termen scurt viitoare. Iar factorul care provoacă abaterea sistematică este de prima de risc.

Structura temporală a ratelor dobânzii este determinată, aşadar, de anticipațiile cu privire la rate şi de factorul „risc". Ca urmare, anticiparea unor rate pe termen scurt stabile nu mai conduce la o curbă a randamentelor orizontală, deoarece prima de risc inclusă în ratele pe termen lung determină o curbă ascedentă.

În mod formal, cele arătate mai sus pot fi exprimate astfel:

Să notăm cu L prima de lichiditate (risc) care remunerează asumarea unui risc mai mare, pe care îl incumbă efectuarea unui plasament (investiții) pe termen mai lung: de exemplu, două perioade în loc de una singură (în mod concret: o investiție financiară realizată prin cumpărarea unui titlu cu maturitate la 2 ani, în loc de o investiție similară pe 1 an).

---

[1] - Hicks J., *Value and Capital*, 1939, Clarendon Press , Oxford, 2nd ed., 1946 .

[2] - Malkiel B., op. cit.

[3] - Masera R., *The Term Structure of Interest Rates*, Clarendon Press , Oxford, 1972.

[4] - Tobin J., *Liquidity Preference as Behaviour Towards Risk*, ed. cit.

Ținând seama de prima L, rata *spot* aferentă unui plasament cu scadența de două perioade este:

$$1+{}_{t}r_2 = \sqrt{(1+{}_{t}r_1)(1+{}_{t+1}a_1 + L_2)} \tag{27}$$

Generalizând, se poate scrie:

$$1+{}_{t}r_n = \sqrt[n]{(1+{}_{t}r_1)(1+{}_{t+1}a_1 + L_2)...(1+{}_{t+n}a_1 + L_n)} \tag{28}$$

unde, pe lângă notațiile anterioare:

L_2, L_3, ..., L_n — prime de lichiditate (risc) pentru active cu scadență la 2, 3, ..., n perioade (de exemplu, 2, 3, ..., n ani).

Din analiza de mai sus, rezultă două concluzii:

1) Titlurile cu scadență diferită nu sunt perfect interşanjabile, deoarece prezintă riscuri diferite; ca urmare, cumpărarea, de exemplu, a unui titlu cu maturitate de 2 ani constituie o operație care are un randament mai mare decât cumpărarea a două titluri fiecare cu scadență de 1 an.

2) Deoarece primele de lichiditate (risc) sunt mărimi pozitive, este de presupus că, de regulă, curba de randament are forma din figura nr. 7, reflectând, deci, existența unor rate ale dobânzii care cresc pe măsură ce creşte durata plasamentului. Şi, de fapt, acesta şi este cazul cel mai frecvent în realitate.

Rezultă că dezvoltările ulterioare inspirate de abordarea prin prisma teoriei anticipațiilor au sporit gradul de realism al analizelor respective, însă puterea lor predictivă rămâne dependentă înainte de toate de validitatea modelului utilizat pentru descrierea procesului de formare a antcipațiilor.

Astfel, D. Meiselman[1] operează cu un model de formare a anticipațiilor în manieră adaptivă, a cărui caracteristică este reflectare procesului de revizuire permanentă a previziunilor pentru a corecta greşelile de anticipare comise în trecut. În ceea ce îl priveşte, B. Malkiel[2] adoptă un model extrapolativ, conform căruia anticipațiile se formează prin proiectarea în viitor a experiențelor din

---

1 - Meiselman D., *The Term Structure of Interest Rates*, Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1962.

2 - Malkiel B., op. cit.

trecut. În fine, F. Modigliani şi R. Sutch[1] optează pentru un model mixt, extrapolativ-adaptiv, care combină două comportamente contradictorii: unul de extrapolare a tendinţei din trecut şi altul de întoarcere la „normalitate".

Modele menţionate permit specificarea şi testarea anumitor aspecte particulare importante ale structurii temporale a ratelor dobânzii, însă prezintă inconvenientul că se bazează pe ipoteze presupuse valabile în mod aprioric. De aceea, începând din anii '70, îndeosebi ca urmare a lucrărilor lui T. Sargent[2] şi R. Shiller[3], cercetătorii utilizează mai ales modelul de formare a anticipaţiilor raţionale. În modul acesta, s-a ajuns la o mai bună fundametare a ideii de raţionalitate a structurii temporale a ratelor dobânzii, însă, aceast progres ştiinţific nu a dus, deocamdată, la obţinerea unor rezultate empirice mai sigure sau mai relevante.

3.3. Factorii instituţionali şi influenţa lor structurală

Abordarea prin prisma teoriei anticipaţiilor respinge, prin ipoteză, posibilitatea determinării directe şi independente a ratei pe termen lung. Aceasta, deoarece abordarea respectivă concepe rata pe termen lung ca o medie a ratelor pe termen scurt.

Or, explicarea structurii temporale a ratelor dobânzii pe baza concepţiei că ratele aferente diverselor scadenţe sunt interdependente constituie o formă de tautologie pe care simpla perfecţionare a modelului de formare a anticipaţiilor nu este suficientă pentru a o elimina.

Spre deosebire de aceasta, în cazul în care se admite posibilitatea determinării independente a unei anumite rate, structura temporală poate fi explicată nu prin anticipaţiile cu privire la ratele viitoare, ci prin cererea şi oferta având ca obiect fiecare categorie de titluri caracterizate printr-o anumită maturitate (scadenţă).

---

[1] - Modigliani F., Sutch R., *Debt Management and the Term Structure of Interest Rates: An Empirical Analysis of Recent Experience*, Journal of Political Economy, August, 1967.

[2] - Sargent T., *Interest and Prices in the Long Term: A Study of the Gibson Paradox*, Journal of Money, Credit and Banking, February, 1973.

[3] - Shiller R., *Rational Expectations and the Dynamic Structure of Rational Expectations Models: A Critical Review*, Journal of Monetary Economics, 4, 1978.

Această abordare, reprezentată de analiza efectelor modului de funcționare a pieței titlurilor (pieței financiare), poate fi numită „abordarea instituțională". Ea are două variante:

1) teoria segmentării piețelor;

2) teoria habitatului preferat.

1) *Teoria segmentării piețelor* se bazează pe principiul că fiecare compartiment al pieței financiare, reprezentat de operațiunile de vânzare — cumpărare efectuate cu tituri având aceiași maturitate, este separat de alte compartimente. Ca urmare, fiecare compartiment are o rată a dobânzii specifică; această rată este determinată de cererea și oferta manifestate pe segmentul de piață respectiv, fără nici o legătură cu alte compartimente.

Segmentarea pieței financiare poate fi explicată prin diverse genuri de restricții legale, însă, după cum a arătat J. Culbertson[1], fenomenul este determinat cel mai adesea de comportamentele agenților economici care încearcă să limiteze riscurile cu care se confruntă.

Astfel, se știe că variația ratei dobânzii determină variația în sens invers a prețului (cursului) unui anumit titlu, ceea ce face ca un deținător care trebuie să vândă titlul înainte de scadență să riște pierderea unei părți din capitalul investit. Iar acest risc este cu atât mai mare, cu cât scadența titlului este mai îndepărtată.

În aceste condiții, agenții economici încearcă să se protejeze împotriva acestui risc, iar o modalitate de protejare este realizarea unei structuri identice a maturității activelor (plasamentelor) și a pasivelor (resurselor), astfel încât eventuala variație a valorii unora să fie compensată prin variația valorii celorlalte[2]. De regulă, maturitatea plasamentelor și a resurselor este predeterminată de activitatea obișnuită a operatorului, iar, ca urmare, pentru ajustarea maturităților respective, el efectuează tranzacții cu titluri doar pe un anumit segment al pieței financiare. Consecința este că în fiecare compartiment există o cerere prederminată de anumite tiluri particulare, care determină un nivel specific al ratei dobânzii. Aceste comportamente explică, de exemplu, faptul că băncile activează mai ales pe piața titlurilor pe termen scurt, în timp ce

---

1 - Culbertson J., *The Term Structure of Interest Rates*, Quarterly Journal of Economics, November, 1957.

2 - Din punct de vedere practic, aceasta înseamnă respectarea cunoscutului principiu prudențial, după care un anumit plasament nu se face pentru o durată mai mare decât cea pentru care sunt disponibile resursele (fondurile).

investitorii instituționali operează mai ales pe piața tilurilor pe termen lung, contribuind, astfel, la o separare relativ „etanşă" a celor două compartimente ale pieței financiare şi la formarea unor rate ale dobânzii specifice.

2) *Teoria habitatului preferat* porneşte de la faptul că diverse segmente ale pieței financiare comunică într-o anumită măsură şi că, deci, titlurile specifice diverselor compartimente sunt mai mult sau mai puțin interşanjabile. Într-adevăr, proliferarea inovațiilor în materie de protecție împotriva riscurilor aferente variațiilor ratei dobânzii (modificarea caracteristicilor titlurilor, efectuarea de operațiuni de arbitraj şi de operațiuni *swap* cu dobânzile, efectuarea de operațiuni la termen legate de un anumit indice al dobânzii etc.) permite diversificarea tehnicilor de protecție împotriva riscului, care nu se mai limitează la amintita echilibrare a maturităților plasamentelor şi resurselor.

În acest context, F. Modigliani şi R. Sutch[1] au introdus noțiunea de „habitat preferat", cu ajutorul căreia au elaborat o sinteză a diverselor explicații ale structurii temporale a ratelor dobânzii.

Astfel, conform teoriei habitatului preferat, participanții la piața financiară au — la fel ca în teoria segmentării pieților — anumite preferințe în ceea ce priveşte durata plasamentelor lor, care depind de perioada de timp în care resursele lor sunt disponibile. Invers, ei au anumite preferințe pentru gradul de disponibilitate a resurselor pe care le atrag, în funcție de durata plasamentelor pe care obişnuiesc să le efectueze. Totuşi, în schimbul unei anumite prime de risc (prime de lichiditate), operatorii acceptă să iasă din acest „habitat preferat" şi să intre într-un compartiment apropiat. Ca urmare, în această teorie, spre deosebire de interpretarea tradițională (Hicks), prima de risc depinde nu de maturitate, ci de cererea şi oferta de titluri existente în fiecare compartiment. La rândul lor, cererea şi oferta de titluri depind, *inter alia*, de anticipațiile cu privire la rata dobânzii, ceea ce permite redefinirea corespunzătoare a curbelor de randament.

Caracterul sintetic al acestei analize, care, după cum se observă, integrează elemente ca segmentarea pieței financiare, primele de risc şi anticipațiile cu privire la dobânzi, face ca ea să fie adoptată în prezent de majoritatea specialiştilor, deşi, după cum am arătat, modelul procesului de formare a

[1] - Modigliani F., Sutch R., *Debt Management and the Term Structure of Interest Rates: An Empirical Analysis of Recent Experience*, ed. cit.

anticipațiilor cu care operează autorii citați este contradictoriu (model adaptiv-extrapolativ).

Rezultă că generalizarea practicii utilizării diverselor tehnici de protecție împotriva riscului de variație a ratei dobânzii reduce puterea explicativă a analizelor de factură instituțională. Cu toate acestea, în măsura în care ratele la termen constatate pe diverse piețe pot fi considerate estimatori nedistorsionați ai ratelor viitoare anticipate, eliminând, astfel, necesitatea calculării unor rate implicite, analizele respective constituie baza teoretică necesară pentru testarea directă a abordării prin prisma teoriei anticipațiilor.

În orice caz, studiul structurii ratelor dobânzii rămâne la fel de interesant ca şi studiul structurii prețurilor relative. Este adevărat că un asemenea studiu nu are relevanță pentru înțelegerea evoluției nivelului general al ratelor, iar, pentru a fi cu adevărat semnificativ, trebuie coroborat cu rezultatele analizei ratei directoare, însă constituie un instrumentar — teoretic şi analitic — complementar, indispensabil pentru analiza factorilor determinanți ai ratei dobânzii.

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

XIII. MONEDA ŞI CURSUL DE SCHIMB

Cursul de schimb (valutar) este preţul unei monede exprimat într-o monedă străină (valută). Agenţii economici (intreprinderi, bănci, stat, populaţie) preschimbă frecvent o monedă naţională pe altă monedă naţională, ca urmare a activităţii lor obişnuite (importuri şi exporturi de bunuri şi servicii, investiţii efectuate de rezidenţi în străinătate, investiţii efectuate de nerezidenţi în ţara respectivă, credite acordate străinătăţii sau primite din străinătate etc.). Într-adevăr, orice intreprindere care exportă sau importă bunuri, orice persoană particulară care se deplasează în străinătate etc., se confruntă imediat cu o problemă de schimb valutar. În mod evident, această problemă provine din faptul că, în lumea contemporană, internaţionalismul comercial şi financiar coexistă cu naţionalismul monetar.

Ca orice preţ, cursul de schimb se formează pe o anumită piaţă (piaţa valutară), prin confruntarea forţelor acestei pieţe: cererea şi oferta (de valută).

Monedele străine sunt schimbate pe monedă naţională, în primul rând, pe piaţa valutară naţională. Cu toate acestea, în marile centre financiare ale lumii se preschimbă şi monedele altor ţări decât cea a ţării pe teritoriul căreia se află centrul financiar respectiv. În general vorbind, piaţa valutară nu este, deci, limitată din punct de vedere geografic: piaţa lirei sterline, de exemplu, cuprinde nu numai tranzacţiile cu monede străine contra lire efectuate la Londra, ci şi tranzacţiile efectuate în lire sterline contra monedă locală sau monede internaţionale (dolar, euro, yen) realizate la New York, Paris, Tokio, Singapore etc.

Analiza factorilor care determină nivelul şi evoluţia cursului de schimb permite elaborarea unor modele teoretice ale procesului de formare a acestui preţ. Variaţiile cursului de schimb pe piaţa liberă pot fi considerate indezirabile

de către operatorii privaţi sau de către guverne: examinarea motivaţiilor respective permite înţelegerea controverselor între partizanii cursurilor flexibile şi cei ai cursurilor fixe.

1. Procesul de formare a cursului de schimb

1.1. Cursul de schimb ca preţ al monedei străine

Cursul de schimb rezultă din confruntarea cererii şi ofertei. Astfel, condiţia ca o monedă să aibă un preţ exprimat într-o altă monedă este să existe cel puţin doi parteneri, dintre care unul să dorească să vândă prima monedă pentru a o achiziţiona pe cea de-a doua, iar celălalt, să procedeze invers. Cursul de schimb este, deci, un preţ de piaţă.

La fel ca în cazul oricărei alte pieţe, cererea şi oferta variază în timp: cursul de schimb este, deci, o mărime dinamică, înregistrând adesea fluctuaţii importante. Ca urmare a acestor oscilaţii, există posibilitatea ca un operator să cumpere o anumită monedă la un preţ ridicat, iar apoi să constate că preţul respectiv scade — sau invers.

Eventualitatea unei pierderi la un contract de import-export sau la un acord de cooperare economică internaţională, de plăţi, la o convenţie de credit extern etc., ca urmare — după caz — a devalorizării sau deprecierii valutei de contract, respectiv a revalorizării sau reprecierii acestei valute, care s-ar produce în intervalul de timp dintre data încheierii acordului şi data încasării sau plăţii în valută se numeşte „risc valutar"[1].

Având în vedere că riscul valutar este inerent oricărei operaţiuni de schimb valutar, problema care se pune este cea a cauzelor care îi fac totuşi pe agenţii economici să utilizeze monede străine, în pofida riscului amintit.

1.1.1. Necesitatea schimbului valutar

Necesitatea obiectivă a schimbului valutar provine din faptul că, în lumea contemporană, în pofida procesului de globalizare comercială şi financiară, în domeniul monetar subzistă încă naţionalismul.

---

[1] — Kiriţescu C., Dobrescu E., *Moneda-mică enciclopedie*, ed. cit., p. 239-240.

Expresia concretă a naționalismui monetar este faptul că monedele contemporane sunt în continuare monede naționale, înzestrate cu curs legal (oficial) pe teritoriul statului în care sunt emise. Într-adevăr, în prezent, în toate țările lumii, există sisteme monetare similare, în cadrul cărora banca centrală are monopolul emisiunii monetare. În fiecare țară, există, deci, o singură monedă națională, iar această monedă este singura care poate circula legal. Altfel spus, pentru efectuarea plăților în interiorul unei anumite țări, se poate utiliza doar moneda națională, care este singura monedă oficială a statului respectiv.

Există, desigur, şi unele excepții de la această regulă, însă acestea sunt cazuri foarte rare şi foarte speciale. Asfel, în perioade de de crize grave, mai precis de hiperinflație, unele țări acceptă să utilizeze alte monede decât moneda lor națională, deoarece aceasta din urmă se depreciază rapid. Această situație se întâlneşte, de exemplu, în unele țări în curs de dezvoltare, care au decis să folosească dolarul american până când vor putea să reintroducă o monedă națională sănătoasă: este vorba despre fenomenul numit „dolarizare". O situație asemănătoare a apărut în cazul unor republici exyugoslave, care au decis să utilizeze euro: prin analogie, fenomenul ar putea fi numit „eurizare". În fine, o excepție majoră, dar având altă semnificație, este cazul țărilor care, prin participarea la o uniune economică şi monetară (UEM), au renunțat la moneda națională pentru a utiliza o monedă unică (euro).

Cu excepția acestor cazuri, cursul legal al monedei naționale constituie elementul care face ca toate tranzacțiile cu străinătatea (comerțul cu bunuri şi servicii, investiții, plasamente etc.) să necesite conversia monedelor țărilor implicate. Altfel spus, efectuarea de schimburi comerciale cu străinătatea sau efectuarea de plasamente în alte țări implică preschimbarea anumitor monede, care, cu unele excepții, sunt monede cu curs legal pe teritoriul statelor respective.

Pentru a ilustra cele arătate, să presupunem cazul unei intreprinderi româneşti (exportatoare), care are relații cu o intreprindere italiană (importatoare). După cum rezultă din figurile nr. 1 şi nr. 2, în principiu, sunt posibile două cazuri:

a) plata se face în monedă străină (riscul valutar este asumat de exportator);

b) plata se face în monedă națională (riscul valutar este asumat de importator)

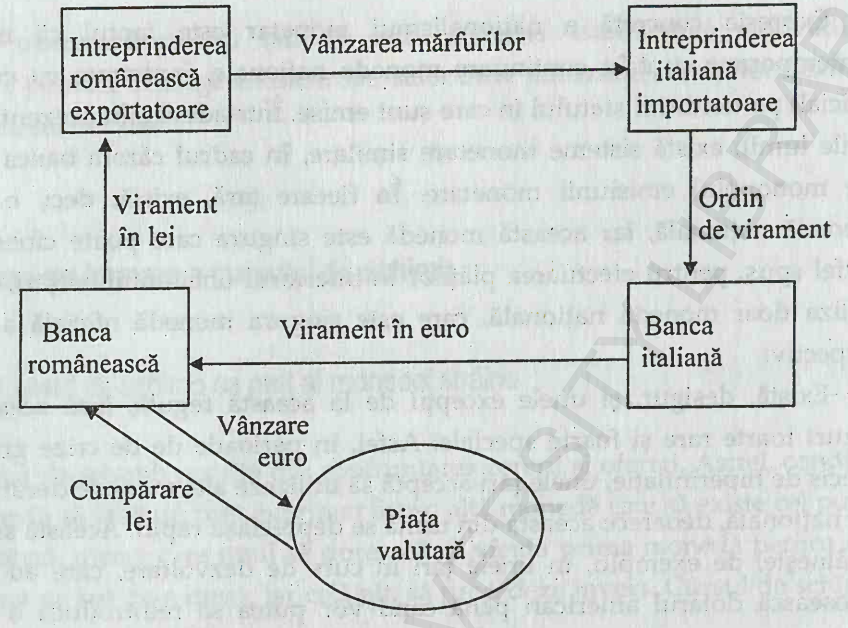


Figura nr. 1: Riscul valutar este asumat de exportator

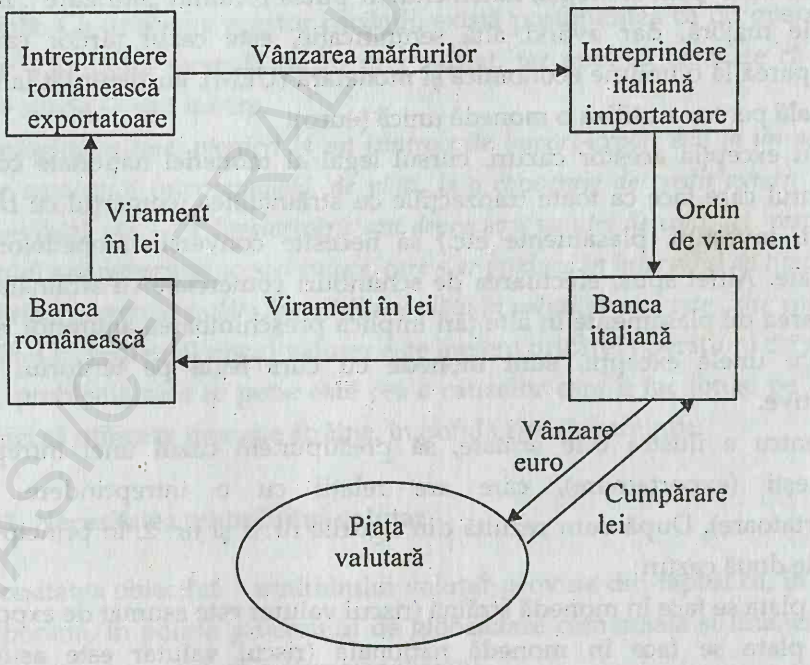


Figura nr. 2: Riscul valutar este asumat de importator

BCU IAȘI CENTRALĂ UNIVERSITARĂ LIBRARY

În ambele cazuri, contul intreprinderii româneşti este creditat, în final, cu contravaloarea în lei a mărfii exportate. Căci, într-adevăr, exportatorul român are nevoie de aceste fonduri în lei pentru a-şi continua activitatea: plata furnizorilor, salariaţilor, impozitelor etc. Însă, deoarece este vorba despre o operaţiune de comerţ exterior (lucrurile sunt identice pentru o operaţiune de import, dar se derulează în sens invers), una din părţi trebuie să îşi asume riscul valutar. Iar acest risc este cu atât mai mare, cu cât decalajul dintre momentul livrării mărfii şi cel al încasării sumei care reprezintă preţul mărfii respective este mai mare. În intervalul de timp respectiv, cursul de schimb al celor două monede poate varia destul de mult, ceea ce face ca preţul încasat de exportatorul român să se modifice în mod corespunzător.

În cazul în care exportatorul român consideră că — în perioada respectivă — leul se va deprecia faţă de euro, el are interesul să ceară ca importatorul italian să-i plătească în euro mărfurile livrate. Invers, dacă exportatorul român crede că va avea loc o apreciere a leului faţă de euro, el are interesul să pretindă a fi plătit în lei.

Lucrurile stau invers pentru importatorul italian, ale cărui interese sunt simetric opuse faţă de cele ale exportatorului român.

Modul în care este încheiat contractul (termen de plată, plata în euro sau în lei etc.) reflectă forţa de negociere a celor doi parteneri, situaţia pieţei ş.a.m.d.

După cum rezultă din exemplul de mai sus, *piaţa valutară apare ca fiind piaţa pe care monedele naţionale se schimbă una pe alta în scopul procurării mijloacelor de plată necesare agenţilor economici pentru efectuarea comerţului internaţional de bunuri şi servicii sau în alte scopuri de genul celor menţionate.*

Printr-un calcul de analiză combinatorică simplă, se ajunge la concluzia că, dacă, pe o anumită piaţă, există n monede, pe piaţa respectivă vor exista un număr de $\frac{n(n-1)}{2}$ cursuri de schimb.

După cum am menţionat, piaţă valutară există în acele state care nu impun restricţii în ceea ce priveşte preschimbarea monedei lor naţionale pe alte monede, ori cu privire la deţinerea de monede străine, scoaterea şi introducerea acestora în ţară, scoaterea monedei naţionale din ţară etc. (control valutar). De asemenea, piaţă valutară există în toate marile centre financiare ale lumii.

În aceste condiţii, cursul unei anumite monede (evident, faţă de alta — de exemplu, cursul leului faţă de euro) variază nu numai în timp, ci şi în spaţiu. Totuşi, după informatizarea sistemelor financiare, realizată începând cu

mijlocul anilor '80, a apărut practica cotării continue a monedelor. Cotația continuă înseamnă că nivelul cursului se modifică în permanență în funcție de modificarea cererii şi sau/ofertei; tehnica de calcul şi de afişare este similară cu cea folosită la bursele de valori mobiliare. Pentru aceiaşi monedă, există, deci, o evoluție a cursului care este diferită de la o piață valutară la alta. Însă, diferențele de curs — între diverse momente de timp pe una şi aceiaşi piață, ori între piețe diferite în acelaşi moment de timp — dau naştere unor operațiuni de arbitraj valutar, al căror efect este tendința de aliniere a cursurilor.

Exemplul de mai sus mai arată că funcțiile unei monede care circulă pe plan internațional (valută) sunt identice cu cele ale unei monede naționale: mijloc de plată, mijloc de calcul, mijloc de rezervă etc.

La ora actuală, în lume există cca. 185 de țări şi cca. 165 de monede. Din aceste multiple posibilități de alegere a monedei utilizabile pentru plățile externe, ansamblul operatorilor de pe piețele internaționale utilizează însă cel mult 20%. Înseamnă că multe dintre monedele existente în prezent în lume nu sunt folosite practic pe plan internațional, deoarece nu îndeplinesc funcțiile amintite. Unele dintre aceste monede sunt atât de slabe, de instabile, ori şi una şi alta, încât, pe plan internațional, nu există nici un fel de cerere față de ele. Şi chiar şi acei deținători ai monedelor respective care sunt rezidenți ai statelor care le-au emis încearcă să se debaraseze de aceste monede cât mai repede cu putință.

Pentru a evita ca monedele în cauză să se devalorizeze atât de mult, încât să fie complet repudiate, unele state interzic existența pieței valutare. În mod practic, aceste state declară moneda lor ca fiind neconvertibilă. Astfel, absența convertibilității a fost regula generală pentru monedele țărilor din fostul lagăr comunist, precum şi pentru numeroase țări în curs de dezvoltare. De aceea, după căderea comunismului, declararea convertibilității a fost considerată ca fiind un indiciu al faptului că a început o perioadă de însănătoşire a economiei.

Rezultă că pentru orice exportator sau importator, pentru orice participant la tranzacțiile financiare internaționale ş.a.m.d., problema care se pune este cea a modului în care va evolua în viitor cursul monedei sale naționale în raport cu altă monedă sau cu alte monede. Căci, în funcție de răspunsul la această întrebare, operatorul respectiv îşi va concepe strategia financiară (acceptarea plății în monedă națională sau în monedă străină, plata la un termen mai apropiat sau mai îndepărtat, plata integrală sau în rate etc.). Alegerea unei

anumite monede ca monedă de contract depinde, deci, de anticipaţiile pe care operatorii le fac cu privire la evoluţia viitoare a valorii monedei respective. Iar dacă nu există restricţii în acest sens, ei pot prefera utilizarea unei alte monede decât moneda lor naţională.

În concluzie, deşi cursul legal al unei monede implică obligativitatea agenţilor economici de a utiliza moneda naţională în tranzacţiile lor interne, în cazul în care nu există diverse forme de control valutar, care să facă moneda naţională o monedă neconvertibilă şi, deci, să restricţioneze scoaterea acesteia din ţară, preschimbarea sa pe alte monede etc., există posibilitatea alegerii monedei sau monedelor în care se vor efectua tranzacţiile internaţionale, plasamentele în străinătate etc. Problema preschimbării monedelor şi a cursurilor lor de schimb provine, deci, din această posibilitate de alegere.

1.1.2. Metode de cotaţie

La fel ca alte preţuri, cursul de schimb se stabileşte la un nivel corespunzător echilibrului între cerere şi ofertă. Grafic, aceast caz este reflectat de punctul în care curba cererii de valută se intersectează cu curba ofertei de valută (figura nr. 3).

După cum se observă din această figură, formele curbelor sunt cele obişnuite în materie de cerere şi ofertă.

Astfel, cererea faţă de o anumită valută depinde de preţul (cursul) monedei străine respective, iar, ca urmare, curba care reprezintă cererea are panta negativă. Pentru un rezident, scăderea preţului unei anumite valute echivalează cu scăderea preţurilor bunurilor importate din ţara respectivă.

Cantitatea de valută vândută depinde direct proporţional de preţul monedei străine respective, iar, ca urmare, curba ofertei de valută are pantă pozitivă.

De exemplu, în cazul leului şi al monedei europene (euro), curba cererii şi ofertei se intersectează în punctul E_1 din figura nr. 3. Cursul de schimb corespunzător este ρ_1, cu precizarea că aici este vorba despre cursul (preţul) euro exprimat în lei (cotaţie incertă). La acest preţ, cantitatea de euro preschimbaţi pe lei este Q_1.

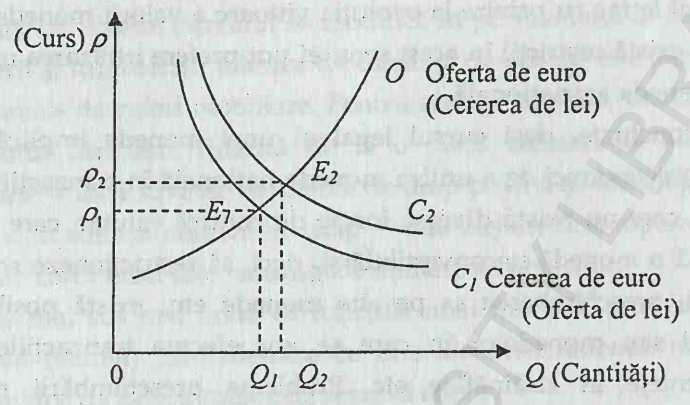


Figura nr. 3: Factorii determinanți ai cursului de schimb

În cazul în care cererea față de euro crește, devenind C_2, dar oferta, O, rămâne constantă, nivelul cursului devine ρ_2. Cu alte cuvinte, are loc creşterea prețului (cursului) euro exprimat în lei, ceea ce înseamnă că euro se apreciază, iar leul se depreciază.

În practică, există mai multe modalități de efectuare a operațiunii de preschimbare euro/lei. De exemplu, se poate achiziționa de la o casă de schimb valutar o anumită cantitate de bancnote şi monezi în euro, necesară în vederea unei călătorii în străinătate etc.; tranzacția respectivă constituie o operațiune de schimb valutar manual. În acest caz, este vorba totuşi despre sume foarte mici în comparație cu cele care sunt convertite din motive comerciale sau financiare, caz în care se utilizează, în general, viramentele între conturile bancare; în acest al doilea caz, se spune că este vorba despre un schimb valutar scriptural.

Pe pieţele valutare moderne, cele mai ample şi mai frecvente operațiuni de schimb valutar sunt cele scripturale.

Operațiunea tehnică de stabilire a cursului de schimb se numeşte cotație. Există două tipuri de cotații:

a) incertă;

b) certă.

a) *Cotația incertă* este cea mai răspândită, fiind folosită în prezent în majoritatea țărilor lumii. Această metodă constă în indicarea numărului variabil de unități monetare naționale (cotă), care revin la 1 unitate sau 100 de unități

monetare străine (bază). De exemplu, la Bucureşti, la data de 1 februarie 2008, 1 euro valora 3,6854 lei, iar 1 dolar american valora 2,4766 lei.

Caracterul „incert" al acestei metode provine din faptul că agenţii economici nu cunosc *ex ante* suma în monedă naţională pe care trebuie să o plătească pentru a obţine o unitate monetară străină.

În exemplul de mai sus, cursul de schimb de 3,6854 lei pentru 1 euro este, deci, un curs *ex post*. În acest caz precis, este vorba despre un curs calculat de BNR, ca medie aritmetică ponderată, pe baza raportărilor cu privire la operaţiunile de schimb valutar efectuate în ziua respectivă de operatorii de pe piaţa valutară românească (bănci comerciale, case de schimb valutar etc.).

În cazul în care nivelul cursului de schimb exprimat prin metoda cotaţiei incerte creşte, moneda respectivă se depreciază. De exemplu, dacă nivelul cursului leului se modifică de la 3,6854RON/€ la 3,6913 RON/€, înseamnă că leul se depreciază.

b) *Cotaţia certă* constă în indicarea numărului variabil de unităţi monetare străine (cotă) care revin la 1 unitate sau 100 de unităţi monetare naţionale (bază). Această metodă se utilizează în Anglia, Irlanda, Noua Zeelandă şi Australia. De exemplu, la aceiaşi dată, cursul lirei sterline era: 1£=1,3273€ şi 1£=1,9665$.

Caracterul „cert" înseamnă, în acest caz, că se cunoaşte cu siguranţă că urmează să se schimbe o unitate monetară naţională (100 unităţi), iar, ca urmare, se doreşte a se şti care este suma corespunzătoare în monedă străină ce revine celui care face operaţiunea.

În cazul în care nivelul cursului de schimb, exprimat prin metoda cotaţiei certe, creşte, moneda respectivă se apreciază. De exemplu, dacă nivelul cursului lirei sterline se modifică de la 1,3273€/£ la 1,3280€/£, lira se apreciază.

În mod evident, cele două modalităţi de exprimare a cursului valutar reflectă una şi aceiaşi realitate: raportul dintre valoarea monedei naţionale şi valoarea monedei străine. Ca urmare, cele două metode de cotaţie sunt pérfect simetrice: dacă sunt aplicate teoretic la una şi aceiaşi monedă, în acelaşi moment, produsul matematic al cifrelor exprimate prin cele două tipuri de cotaţii este egal cu unitatea. De exemplu: 1€=3,6854RON şi 1RON=0,2713€, iar $3,6854 \times 0,271 \approx 1$.

În cadrul operațiunilor de schimb valutar, băncile servesc ca intermediari, fiind remunerate pentru serviciile pe care le prestează, iar aceasta, indiferent dacă schimbul valutar este manual sau scriptural.

Remunerația ce revine băncilor, caselor de schimb valutar şi altor genuri de intermediari îmbracă, de obicei, forma comisioanelor. Astfel, băncile care vând sau cumpără valută pentru clienții lor, ori efectuează viramente în valută din ordinul acestora ş.a.m.d., facturează clienților respectivi un preț mai mare decât cel obținut de ele însele pe piața valutară. În relațiile cu clienții, la cumpărare, prețul este, deci: ρ-comisionul, iar la vânzare: ρ+comisionul. Pentru bancă, diferența dintre prețul facturat clienților (mai mare) şi prețul stabilit pe piața valutară (mai mic) constituie o sursă de profit.

Nivelul comisioanelor este stabilit de fiecare bancă, casă de schimb valutar etc., în funcție de politica sa de afaceri, ceea ce explică faptul că una şi aceiaşi valută are adesea prețuri diferite chiar şi în aceiaşi localitate. Clienții sunt, deci, interesați ca între intermediari să existe concurență, deoarece, în modul acesta, ei obțin cel mai bun preț.

Pe lângă comisioane, băncile includ în nivelurile de curs pe care la practică şi alte elemente, cum ar fi, taxe, spese, profituri etc. Ca urmare, se constată că, în practică, în funcție de natura tranzacției, se utilizează, de fapt, două tipuri de cursuri:

a) curs de cumpărare;

b) curs de vânzare.

a) Cursul de cumpărare este cursul la care o bancă este dispusă să cumpere o anumită valută.

b) Cursul de vânzare este cursul la care o bancă este dispusă să vândă o anumită valută.

În mod tehnic, pentru separarea cursului de cumpărare şi a cursului de vânzare se foloseşte o liniuță sau o bară înclinată. După liniuță, de obicei, se scriu doar cifrele care diferă de cele ale cursului de cumpărare. De exemplu, dacă dolarul este cotat 0,6804—09 euro, înseamnă că banca respectivă este dispusă să cumpere dolarul cu 0,6804 euro şi să îl vândă cu 0,6809 euro. Cotația dolarului în raport cu euro determină, aşadar, apariția unei marje, care, în cazul precedent, este de 5 puncte (100 puncte=1%).

În limbaj tehnic, a doua cifră după virgulă se numeşte „figură" (1 „figură" =100 puncte), iar a patra zecimală se numeşte „punct" sau „pip". În exemplul

anterior, dacă, de exemplu, a avut loc o modificare a cursului dolarului de la 0,6804 euro la 0,6806 euro, se spune că avut loc o variație (apreciere) de 2 puncte.

În general, deci, diferența dintre cursul de cumpărare (mai mare) şi cursul de vânzare (mai mic) reprezintă marja de profit a băncii. Această marjă variază destul de mult de la o bancă la alta, în funcție de o serie de factori, cum ar fi: agresivitatea mai mare sau mai mică a băncii în cauză, poziția sa valutară în valuta respectivă (lungă, închisă, scurtă)[1], politica de afaceri, situația trezoreriei etc.

De regulă, pe o piață valutară funcțională, nivelul speselor, comisioanelor, taxelor, diferențelor de curs etc., sunt mici. Totuşi, în cazurile în care piața nu funcționează normal, este de talie mică, devine nervoasă ş.a.m.d., ecartul amintit poate creşte sensibil.

Cursurile diferă uneori şi în funcție de categoria de monedă utilizată: moneda scripturală sau numerarul.

a) Cursul practicat în operațiunile de schimb valutar scriptural este cursul director, la care se aliniază şi cursul utilizat în operațiunile de schimb de numerar.

b) Cursul practicat în operațiunile de schimb valutar manual, care este facturat, de exemplu, de bănci, de casele de schimb valutar etc., în relațiile lor cu populația, este, de obicei, diferit de cursul utilizat pentru aceiaşi monedă în transferurile de depozite bancare, care este publicat de agențiile de ştiri şi de presa financiară. În principiu, dacă nu intervin factori speculativi, această diferență este modică, fiind destinată acoperirii cheltuielilor de trezorerie ale băncilor. Aceste cheltuieli sunt implicate de deținerea de bancnote şi monezi, având în vedere că, în măsura în care sunt păstrate în casieria proprie, formele monetare respective nu aduc nici o dobândă; alte cheltuieli sunt implicate de conversia numerarului în disponibil în cont — sau invers (transportul şi asigurarea bancnotelor şi monezilor străine vehiculate între diverse puncte de lucru ale aceleiaşi bănci, plata unor comisioane altor bănci pentru debitarea sau creditarea contului *„nostro"* deschis la acestea din urmă ş.a.m.d.).

---

[1] — „Poziția valutară" este diferența — pozitivă sau negativă — între creanțele şi angajamentele (datoriile) în valută ale unei bănci (numerar în casă, disponibil în conturi la vedere în străinătate, efecte comerciale libelate în valută emise, acceptate sau avalizate, credite în valută primite sau acordate etc.).

În teoria şi practica economică, se face adesea şi o altă distincţie extrem de semnificativă, şi anume între cursul de schimb nominal, cursul de schimb real şi cursul de schimb efectiv.

a) Cursul de schimb nominal (*nominal exchange rate*) este cursul observat pe piaţă (de exemplu, cursul de referinţă publicat de BNR, cursul afişat de o casă de schimb valutar etc.).

b) Cursul de schimb real (*real exchange rate*) este cursul nominal corectat cu raportul dintre indicii preţurilor din ţările respective. Relaţia dintre cursul real şi cursul nominal este, deci, următoarea:

$$\rho^r = \rho \cdot \frac{P^A}{P^B} \qquad (1)$$

unde:

ρ - cursul de schimb nominal (exprimat prin metoda cotaţiei certe);

ρ^r - cursul de schimb real;

P^A — nivelul general al preţurilor din ţara de referinţă (A);

P^B — nivelul general al preţurilor dintr-o altă ţară (B).

Aprecierea în termeni reali a unei monede semnifică o creştere a puterii sale de cumpărare, fenomen care se manifestă atât pe piaţa internă (faţă de bunuri şi servicii), cât şi pe piaţa internaţională (faţă de alte monede). Deprecierea în termeni reali a unei monede reflectă fenomenul invers.

În cazul în care o monedă se apreciază (depreciază) în termeni reali mai mult (mai puţin) decât se justifică prin diferenţialul inflaţiei dintre cele două ţări, $\frac{P^A}{P^B}$, se consideră că moneda respectivă este supraevaluată (subevaluată).

c) Cursul de schimb efectiv (*effective exchange rate*) este cursul mediu al monedei naţionale faţă de monedele străine. Necesitatea definirii şi calculării unui asemenea curs mediu provine din faptul că, în practică, orice monedă naţională are o pluralitate de cursuri. Aceasta, având în vedere că, pentru orice monedă naţională, cursurile pot fi exprimate faţă de un mare număr de monede străine. Or, pentru simplificare, analiza economică se referă adesea la un nivel unic al cursului, tot aşa cum procedează, de exemplu, în cazul mărfurilor, pentru care se presupune adesea că există un singur nivel al preţurilor. Noţiunea de „curs de schimb efectiv" are, aşadar, aceleaşi funcţii conceptuale şi analitice ca şi noţiunea de „nivel general al preţurilor".

Ca mărime medie, cursul de schimb efectiv se calculează prin ponderarea cursurilor nominale cu anumiți coeficienți, care exprimă proporția comerțului exterior cu țara de proveniență a monedei respective. Acest tip de curs se foloseşte mai ales în comparațiile internaționale, unde se pune problema recalculării într-o monedă internațională a PIB, exporturilor, importurilor etc.

În fine, există cursuri directe şi cursuri încrucişate (*cross rate*). După cum am mai menționat, valutele care cotează pe mai multe piețe au prețuri uşor diferite de la o piață la alta. Ca urmare, este util adesea să se compare aceste niveluri diferite de curs şi, desigur, să se inițieze tranzacțiile avantajoase aferente.

O primă posibilitate în acest sens este compararea directă a nivelui cursului unei monede constatat pe o anumită piață şi a nivelului cursului aceleiaşi monede observat pe altă piață şi stabilirea mărimii şi semnificației diferenței respective (favorabilă sau nefavorabilă).

A doua posibilitate este compararea prețului celor două monede prin intemediul unei a treia monede. Calcul respectiv permite determinarea „cursurilor încrucişate" (*cross rate*), care reflectă evoluția unei anumite monede în raport cu alte două monede.

1.2. Piața valutară

Piața valutară este piața pe care se desfăşoară comerțul cu monede străine (valute). Această piață asigură manifestarea cererii şi ofertei de monede străine, precum şi formarea prețului (cursului) acestora. Ea constituie prima manifestare monetară concretă a realității internaționale.

La fel ca alte piețe, piața valutară are mai multe componente (piață interbancară, la vedere, la termen, derivativelor etc.), ceea ce asigură formarea mai multor tipuri de cursuri (la vedere, la termen etc.) şi satisfacerea unei game diversificate de nevoi de finanțare ale participanților.

1.2.1. Participanții la piața valutară

Operatorii pieței valutare sunt băncile şi celelalte instituții financiare, care acționează în nume propriu sau al clienților. Aceşti operatori principali negociază direct între ei sau recurg la intermediari (*dealeri, brokeri* etc.).

Deşi cei mai importanţi operatori de pe piaţa valutară sunt băncile, un rol important joacă, de asemenea, filialele bancare sau financiare ale grupurilor industriale. De exemplu, *British Petroleum International* — în Anglia, *Renault Finance* — în Franţa etc., sunt firme financiare specializate, care efectuează operaţiunile bancare, inclusiv, deci, cele de schimb valutar, şi asigură expertiza financiară pentru întregul grup financiar respectiv.

În principiu, pe o piaţă valutară liberă, operaţiuni de schimb valutar efectuează toate băncile. Cu toate acestea, în practică, numărul băncilor care activează în permanenţă pe piaţă este redus, majoritatea băncilor operând prin intermediul altor bănci sau al firmelor de intermediere (*dealeri*).

Teoretic, băncile au o politică de afaceri nespeculativă, iar această linie de conduită ar trebui să se regăsească inclusiv în domeniul tranzacţiilor valutare. În practică, se constată însă că şi băncile au uneori comportamente speculative, ceea ce se reflectă prin poziţia valutară dezechilibrată (lungă sau scurtă) a băncii respective. Într-adevăr, o poziţie valutară dezechilibrată — într-o anumită valută sau în toate valutele — implică un anumit risc valutar, iar asumarea acestui risc de către bancă indică un comportament speculativ, ce vizează obţinerea unui câştig din creşterea sau scăderea cursurilor de schimb respective.

Cu toate acestea, impactul speculaţiilor valutare efectuate de bănci este mic în comparaţie cu speculaţiile iniţiate de clienţii băncilor. În ceea ce le priveşte, băncile nu refuză nici ele, desigur, executarea ordinelor de vânzare-cumpărare de valută adresate de clienţi, deoarece, pe de o parte, operaţiunile dispuse de clienţi le aduc profit, iar pe de altă parte, dacă ar refuza să presteze serviciile solicitate de anumiţi clienţi, aceştia ar trece imediat la concurenţă.

Un operator important pe piaţa valutară este, de asemenea, banca centrală. Vânzările şi cumpărările de valută efectuate de banca centrală urmăresc, pe de o parte, stabilizarea cursului monedei naţionale, iar pe de altă parte, constituirea şi administrarea rezervei valutare.

A doua categorie importantă de participanţi la piaţa valutară este clientela privată: intreprinderi industriale şi comerciale, instituţii finaciare neautorizate să efectueze operaţiuni de schimb valutar ca principal obiect de activitate, persoane particulare etc. Clientela privată nu participă însă direct la piaţă, ci prin intermediul băncilor şi, eventual, al caselor de schimb valutar (persoanele fizice).

În fine, cea de-a treia categorie importantă de operatori pe piața valutară — mai ales în țările anglo — saxone — sunt firmele de brokeraj (*dealeri*). Funcția acestora este de intermediere şi de diseminare de informații, ceea ce face ca, în general, pieţele valutare pe care există asemenea intermediari să fie eficace şi fluide.

1.2.2. Componentele pieței valutare

Piața valutară are mai multe componente:

a) piața interbancară;

b) piața la vedere (*spot market*);

c) piața la termen (*forward market*);

d) piața derivativelor;

e) piața „neagră"; etc.

a) *Piața interbancară* este o piață delocalizată, pe care operatorii tranzacționează în mod continuu. Participanții la această piață sunt băncile, care sunt legate între ele prin mijloace de comunicare la distanță rapide şi performante: linii telefonice (fax, telex, SWIFT etc.), echipament de suport informațional (Reuters, Telerate) etc. Aceste rețele specializate permit operatorilor cunoaşterea în timp real a nivelurilor cursurilor de schimb existente pe diverse piețe financiare internaționale, oferindu-le atât informații, cât şi instrumente utile de analiză şi de decizie (grafice, evaluări, prognoze etc.).

După adoptarea deciziilor, ordinele de vânzare sau de cumpărare date de operatori se execută prin viramente interbancare, care, în prezent, se realizează prin sistemele naționale de plăți (sisteme de compensare, sisteme de plăți de mare valoare, sisteme de decontări speciale), rețeaua SWIFT etc.

b) *Piața la vedere (spot market) este acea componentă a pieței valutare, pe care se efectuează vânzări şi cumpărări de valută, care trebuie lichidate în maximum 48 de ore de la data încheierii tranzacției.* Prin „lichidare" se înțelege predarea valutei şi achitarea contravalorii acesteia în monedă națională.

Principala operațiune efectuată pe piața la vedere este arbitrajul valutar. Prin definiție, *arbitrajul valutar este operațiunea de vânzare şi cumpărare, de cele mai multe ori simultană, de valută, pe pieţele valutare, în scopul exclusiv al realizării unui câştig din: 1) diferența dintre cursurile aceleiaşi valute înregistrate concomitent pe două*

piețe diferite; 2) diferența dintre cursurile aceleiași valute pe aceiași piață la date diferite; 3) diferența de curs între două valute și două piețe diferite[1].

Deoarece piețele valutare moderne comunică rapid una cu alta, există tendința de egalizare a cursurilor valutare. Ca urmare, posibilitatea obținerii de câștig din diferențele de curs valutar este redusă; din aceiași cauză, riscurile aferente operațiunii de arbitraj valutar sunt foarte mici. În aceste condiții, câștigurile rezultă nu atât din diferențele de curs, cât din mărimea sumelor tranzacționate.

Există mai multe tipuri de arbitraj, decelabile după divese criterii:

1) Arbitrajul direct: constă în vânzarea unei monede pe piața pe care cotează cel mai bine și cumpărarea concomitentă a aceleiași monede pe piața pe care cotează cel mai slab.

2) Arbitrajul bilateral: operează pe două piețe și cu două valute.

3) Arbitrajul multilateral: operează pe mai multe piețe și cu mai multe valute.

4) Arbitrajul la termen: se caută să se obțină câștig din diferențele de curs valutar la termen pe aceiași piață sau pe piețe diferite.

5) Arbitrajul combinat (la vedere și la termen): se jonglează cu termenele și piețele, vânzându-se la vedere pe o piață și cumpărându-se la termen pe aceiași piață, ori vânzându-se la termen pe o altă piață.

Motivele pentru care operatorii recurg la piața la vedere sunt în principal două. Primul este dorința de a procura moneda străină de care au nevoie pe o cale aproape la fel de simplă ca și operațiunea de schimb valutar manual. Este vorba aici despre operațiuni de schimb valutar referitoare la monede slabe și ocazionale — ca de exemplu, cele care urmăresc procurarea valutei necesare pentru petrecerea concediului în stațiuni turistice exotice —, ori despre operațiuni puțin frecvente, cum ar fi, cele efectuate de o intreprindere care lucrează rar cu exteriorul, care nu are, deci, experiența tranzacțiilor valutare și care preferă să nu își asume nici un fel de riscuri.

Al doilea motiv este protejarea împotriva riscului valutar. Într-adevăr, piața la vedere oferă posibilitatea acoperirii contra riscului valutar atât importatorilor, cât și exportatorilor.

În general, *acoperirea (hedging) constă în crearea unei poziții inverse astfel încât să se anuleze riscurile.*

---

[1] — Kiriţescu C., Dobrescu E., *Moneda-mică enciclopedie*, ed. cit., p. 25-26.

Astfel, importatorul, care se confruntă cu riscul aprecierii monedei de contract, îşi procură imediat valuta pe care o datorează exportatorului, cumpărând această din urmă monedă de pe piaţa la vedere în chiar ziua plăţii, ceea ce îl protejează de riscul amintit. În acest mod, el pierde însă efectul creditului acordat, eventual, de exportator, pentru promovarea vânzării mărfurilor sale. Pentru a atenua acest inconvenient, importatorul poate plasa însă la termen valuta cumpărată pe piaţa valutară autohtonă sau pe piaţa eurovalutelor, dacă are acces la ele.

Exportatorul, care se confruntă cu riscul deprecierii monedei de contract, poate împrumuta suma în moneda respectivă, iar apoi poate transforma imediat această sumă în monedă naţională pe piaţa la vedere. Este adevărat că, din cauza imobilizării fondurilor, acest procedeu poate implica un „cost al opţinuii" (*oportunity cost*) ridicat, însă inconvenientul respectiv poate fi atenuat prin plasarea sumei în monedă naţională pe piaţa monetară internă.

c) *Piaţa la termen (forward market) este acea componentă a pieţei valutare pe care se efecuează vânzări şi cumpărări de valută, la un curs stabilit în momentul încheierii tranzacţiei, însă cu remiterea valutei şi cu achitarea contravalorii acesteia în monedă naţională la o dată ulterioară, fixată în momentul asumării angajamentelor.* Rezultă că piaţa valutară la termen funcţionează la fel ca piaţa bursieră la termen.

De regulă, cursul de schimb la termen este diferit de cursul la vedere. Pe de altă parte, una şi aceiaşi monedă are mai multe cursuri la termen, care diferă în funcţie de scadenţă (scadenţele cele mai utilizate sunt 1, 3 sau 6 luni).

În cazul cotaţiei incerte şi considerând două valute, *A* şi *B*, în situaţia în care cursul la termen al monedei *A* permite cumpărarea unei cantităţi de monedă *B* mai mare decât cursul la vedere, se spune că valuta respectivă face „primă" sau „report" (*premium*). În mod similar, în cazul în care cursul la termen al monedei *A* permite cumpărarea unei cantităţi de monedă *B* mai mică decât cursul la vedere, se spune că aceasta face „pierdere" sau „deport" (*discount*). În cazul în care cursul la termen este egal cu cursul la vedere, se spune că moneda *A* cotează „al pari". Termenul generic folosit pentru a desemna cele două tipuri de diferenţe este „diferenţial valutar".

În cazul cotaţiei certe, semnificaţia este inversă: aprecierea la termen a unei monede (*premium, deport*) este exprimată printr-un ecart negativ, iar deprecierea (*discount, deport*) printr-un ecart pozitiv.

Reportul şi deportul se exprimă adesea ca procent anual faţă de cursul la vedere, conform relaţiei:

$$r_t, d_t = \frac{\rho^t - \rho^v}{\rho^v} \times \frac{360 \times 100}{t} \qquad (2)$$

unde:

r_t – reportul la termenul t;

d_t — deportul la termenul t;

ρ^t — cursul la termen;

ρ^v — cursul la vedere;

t — termenul.

De regulă, agenţiile de presă, ziarele importante, posturile de televiziune etc., publică atât mărimea absolută, cât şi valoarea procentuală a „diferenţialului valutar" (deport sau report).

La fel ca operaţiunile pe piaţa valutară la vedere, tranzacţiile pe piaţa la termen pot fi folosite ca mijloc de protecţie (*forward cover*) împotriva riscului valutar. Astfel, exportatorul, care are o creanţă libelată în moneda importatorului, nu cunoaşte cu certitudine suma pe care urmează să o încaseze în monedă naţională. Pentru a preîntâmpina riscul unei eventuale pierderi, exportatorul vinde la termen suma în valută pe care urmează să o încaseze, determinând, astfel, în mod cert, suma în monedă naţională ce îi va reveni în schimbul mărfurilor livrate. În ceea ce îl priveşte, importatorul, care are o datorie libelată în moneda exportatorului şi, deci, suportă, din această cauză, un risc valutar (riscul de apreciere a monedei străine respective), cumpără la termen valuta respectivă. În modul acesta, el determină cu certitudine suma în monedă naţională pe care o plăteşte pentru mărfurile importate, eliminând, aşadar, riscul valutar inerent tranzacţiei respective.

Rezultă că acoperirea la termen (*forward cover*) nu este o operaţiune speculativă, ci un mijloc eficace de protecţie împotriva unui risc major, pe care îl suportă în măsură mai mare sau mai mică toţi agenţii economici implicaţi în tranzacţii internaţionale. De fapt, în condiţiile actuale, ale existenţei unor cursuri de schimb flotante, întreprinderile au două soluţii: fie adoptă o atitudine activă, de căutare şi de gestionare profesionistă a unor mijloace de protecţie

împotriva riscului valutar, fie se mulţumesc cu o atitudine pasivă, de acceptare a consecinţelor financiare ale materializării riscului, ceea ce le poate pune însă pericol existenţa.

d) *Piaţa derivativelor este acea componentă a pieţei valutare pe care se efecuează vânzări şi cumpărări de contracte la termen standardizate, al căror obiect este moneda altor state.*

Principalele produse financiare tranzacţionate pe această piaţă sunt:

1) opţiunile (*option*);

2) contractele la termen standardizate (*future, forward contract*).

1) *Opţiunea (option) este un drept de a cumpăra sau de a vinde un activ, la un preţ convenit, numit „preţ de exercitare", la o dată convenită.* Există, după cum se ştie, opţiuni derivate din tranzacţiile cu acţiuni, obligaţiuni, dobânzi, indici bursieri etc. Aici este vorba despre opţiuni derivate din tranzacţiile cu valute.

Subliniem că opţiunea este un drept şi nu o obligaţie; acest drept va fi exercitat în cazul în care purtătorul opţiunii găseşte că este în interesul său să o facă, însă acesta poate şi să nu pretindă acest lucru.

Există opţiuni de cumpărare (*call*) şi opţiuni de vânzare (*put*). De asemenea, există opţiuni de tip european şi opţiuni de tip american; deosebirea dintre aceste două tipuri ţine de modul de stabilire a scadenţei. Astfel, în cazul opţiunilor de tip european, scadenţa este stabilită la o dată calendaristică precisă, pe când, în cazul opţiunilor de tip american, scadenţa este o dată pe care o decide purtătorul opţiunii *call*, însă nu mai târziu de data scadenţei tranzacţiei iniţiale, din care derivă opţiunea respectivă.

Cumpărătorul unei opţiuni (purtătorul unui *call*) are iniţiativa operaţiunilor. Acest privilegiu este plătit însă printr-o primă (*premium*), ce trebuie achitată vânzătorului opţiunii respective. *Prima (premium) este, deci, preţul dreptului de opţiune; acest preţ este plătit vânzătorului indiferent dacă cumpărătorul îşi exercită sau nu dreptul de opţiune respectiv.*

În aceste condiţii, un operator de pe piaţa opţiunilor are patru posibilităţi:

a) cumpărarea unei opţiuni *call*;

b) vânzarea unei opţiuni *call*;

c) cumpărarea unei opţiuni *put*;

d) vânzarea unei opţiuni *put*.

În ceea ce priveşte opţiunile derivate din tranzacţii valutare, despre care este vorba aici, acestea se referă întotdeauna la două monede care se

preschimbă una pe alta. În practică, una din aceste monede este, de obicei, dolarul american, ceea ce a permis amintita standardizare a contractelor de acest tip şi tranzacţionarea lor pe scară largă pe principalele pieţe financiare ale lumii. Astfel, o opţiune cu privire la euro se referă implicit la schimbul euro/dolari, pentru care se plăteşte sau încasează — după caz — un anumit preţ de exercitare (*primă, premium*), exprimat în dolari, preţ al cărui nivel este specific fiecărei centru financiar internaţional.

Indiferent de tipul său (*call* sau *put*), caracteristica principală a unei opţiuni este că cel care o cumpără îşi asumă riscul unei pierderi; acest risc este limitat însă la prima plătită, pe când câştigurile sale potenţiale sunt nelimitate, depinzând doar de evoluţia cursului de schimb a celor două monede. Ca urmare a acestei caracteristici, opţiunile sunt atât operaţiuni speculative, cât şi instrumente foarte eficiente de protecţie împotriva riscului valutar.

În ultimele decenii, piaţa a cunoscut mutaţii importante în privinţa volumului şi structurii tranzacţiilor cu opţiuni. Una din aceste evoluţii constă în creşterea ponderii tranzacţiilor extrabursiere, al căror volum depăşeşte în prezent volumul tranzacţiilor efectuate la bursă. Această evoluţie a dus la apariţia pieţei extrabursiere (piaţa OTC, *over-the-counter*), care, actualmente, constituie locul predilect de efectuare a tranzacţiilor cu opţiuni referitoare la valute. Naşterea acestei pieţe a fost posibilă ca urmare a utilizării generalizate a echipamentelor informatice, ceea ce a permis ocolirea intermediarilor (agenţilor de bursă) şi, deci, reducerea costurilor de tranzacţionare. Un alt factor care favorizea dezvoltarea pieţei OTC este marea sa adaptibilitate.

Preţul opţiunii (*prima, premium*) depinde de trei factori: termenul, volatilitatea cursului valutei de referinţă şi rata dobânzii. Primul factor are o acţiune direct proporţională asupra preţului opţiunii: prima care se plăteşte pentru o opţiune cu scadenţă mai scurtă este mai mică decât prima plătită pentru o scadenţă mai lungă. Într-adevăr, unul din avantajele acestui gen de tranzacţii este libertatea de acţiune pe care o conferă cumpărătorului, într-o anumită perioadă de timp bine definită; ca urmare, cu cât această perioadă este mai mare, posibilitatea opţiunii este mai atractivă şi, deci, trebuie plătit un preţ mai mare pentru a obţine dreptul respectiv. Al doilea factor are o acţiune similară: dacă volatilitatea cursului de schimb al valutei de referinţă este mare, cererea de drepturi de opţiune în legătură cu tranzacţiile efectuate cu valuta respectivă este şi ea mare, deoarece operatorii resimt o nevoie mai puternică de

a se proteja împotriva riscului valutar respectiv; ca urmare, nivelul primei va creşte. În fine, rata dobânzii este un factor cu acţiune inversă asupra nivelului primei, deoarece funcţionează ca un element de cost al deciziei de a cumpăra sau vinde o anumită opţiune (*oportunity cost*).

La prima vedere, s-ar părea, dar nu este aşa, că achiziţionarea unei opţiuni „call" este echivalentă cu vânzarea unei opţiuni *put*, respectiv că vânzarea unei opţiuni *call* este echivalentă cu cumpărarea unei unei opţiuni *put*. Într-adevăr, în primul caz, cumpărătorul unei opţiuni *call* este un cumpărător potenţial al valutei de referinţă, iar ca urmare, teoretic, este interesat de creşterea preţului (cursului) acestei valute, pentru a o revinde cu câştig. Altfel spus, cumpărătorii de opţiuni *call* sunt operatorii care anticipează că valuta de referinţă se va aprecia în perioada următoare. În cazul al doilea, vânzătorul unei opţiuni *put* este un vânzător potenţial al valutei de referinţă şi, deci, este interesat de scăderea preţului valutei respective. Aceasta, pentru a putea procura ieftin de pe piaţă valuta în cauză în momentul în care purtătorul îşi exercită dreptul conferit de deţinerea opţiunii. Altfel spus, vânzătorii de opţiuni *put* sunt operatorii care anticipează că valuta de referinţă se va deprecia în perioada următoare.

În realitate, riscurile vânzătorului şi cumpărătorilor de opţiuni nu sunt independente de tipul opţiunii (*call* sau *put*) şi, deci, nu sunt identice. Astfel, prin cumpărarea unei opţiuni *call*, operatorul respectiv poate spera că, dacă moneda de referinţă se va aprecia, cîştigul său va fi nelimitat; dacă acest lucru nu se va întâmpla, el va pierde cel mult prima achitată la achiziţionarea opţiunii. Cumpărătorul unei opţiuni *put* poate spera că cîştigul său va fi nelimitat, şi anume dacă moneda de referinţă se va deprecia; dar, dacă acest lucru nu se va întâmpla, nici el nu va pierde decât prima.

Spre deosebire de cumpărătorii de opţiuni, vânzătorii de opţiuni (*call* sau *put*) au un câştig sigur, care este limitat însă la nivelul primei pe care o încasează în chiar momentul încheierii tranzacţiei; dacă evoluţia cursului valutei de referinţă este contrară celei anticipate, ei pot suferi însă o pierdere, care, teoretic, este nelimitată.

Opţiunile permit, deci, operarea cu patru feluri de anticipaţii (tabelul nr. 1):

Tab. nr.1: Natura anticipațiilor și tipul opțiunile alese

Natura anticipațiilor	Opțiunea aleasă
Anticiparea unei aprecieri puternice a valutei	Cumpărarea unei opțiuni call
Anticiparea unei deprecieri slabe a valutei	Vânzarea unei opțiuni call
Anticiparea unei deprecieri puternice a valutei	Cumpărarea unei opțiuni put
Anticiparea unei aprecieri slabe a valutei	Vânzarea unei opțiuni put

În funcție de sensul anticipațiilor și de măsura în care anticipațiile se confirmă sau nu, se învederează avantajele opțiunilor ca mijloc de protecție împotriva riscului valutar aferent tranzacțiilor valutare la termen. Astfel, pentru cumpărătorul unei opțiuni, pierderea se limitează la prima pe care o achită, pe când posibilitatea de câștig în cazul unei evoluții favorabile a cursului este nelimitată. Pentru vânzătorul unei opțiuni, situația este însă diferită: în cazul în care i se pretinde executarea, vânzătorul este obligat să efectueze tranzacția; ori, cumpărătorul pretinde executarea tranzacției doar dacă evoluția cursului îi este favorabilă, ceea ce poate face ca vânzătorul să suporte pierderi importante; acest grad mare de risc pe care și-l asumă vânzătorul poate fi compensat, însă, prin impunerea de către acesta a unei prime ridicate.

2) *Contractul la termen standardizat (future, forward contract) este un angajament de livrare standardizat, ale cărui caracteristici (cantitatea determinată de active subdiacente, scadență, loc de executare) sunt cunoscute cu anticipație; activul subdiacent este în acest caz valuta.*

Tranzacțiile cu aceste instrumente financiare se efectuează pe piața bursieră, care, în modul acesta, devine un înlocuitor și concurent al pieței valutare la termen, dominată de bănci.

Originalitatea pieței contractelor *futures*, în general, constă în faptul că aceasta permite două modalități de executare:

a) Prima modalitate — *a priori* cea mai simplă — constă în îndeplinirea, la scadență, a angajamentelor asumate de părți, adică, în mod specific, livrarea unei anumite cantități dintr-o anumită valută și achitarea contravalorii acesteia într-o altă valută, la cursul la termen convenit (cursul la termen existent în momentul încheierii tranzacției). Această modalitate de executare este, desigur, foarte importantă pentru orice contract *future*, indiferent de obiectul său: materii

prime, acţiuni, valută etc., iar faptul că modalitatea respectivă există ca posibilitate de ultimă instanţă permite, *inter alia*, crearea tipului derivativ de tranzacţii cu asemenea contracte. Totuşi, la ora actuală, doar cca. 2% din contractele *futures* se execută în această modalitate clasică, adică prin livrarea unei valute şi achitarea contravalorii acesteia într-o altă valută.

b) A doua modalitate de executare, utilizată în prezent în majoritatea cazurilor, constă în inversarea operaţiunii iniţiale: cumpărătorul unui contract *future* revinde acest contract, iar vânzătorul unui contract *future* cumpără un nou contract de acest tip, cu aceiaşi scadenţă. Această modalitate de executare este, deci, tipică, reprezentând marea inovaţie care a permis dezvoltarea tranzacţiilor de acest gen.

Soluţia amintită a fost posibilă, deoarece administratorii sistemelelor de decontare de pe lângă marile burse de mărfuri au început să cumpere şi să vândă ei înşişi contracte *futures*, permiţând, astfel, părţilor contractante să se degaje de obligaţiile lor, fără a mai trebui să întâlnească cealaltă parte.

În mod practic, fiecare din cele două părţi achită casei de compensare doar diferenţa dintre preţul de cumpărare şi preţul de vânzare al contractului, sau — după caz — încasează de la casa de compensaţie diferenţa respectivă. Această modalitate de executare permite, deci, părţilor să se degaje de obligaţiile contractuale care le revin prin achitarea unor diferenţe de preţ, nu a preţurilor ca atare, ceea ce constituie un important avantaj, de natură să explice introducerea şi dezvoltarea recentă a acestui tip de tranzacţii la toate marile burse din lume.

Tranzacţiile se efectuează pentru termene standardizate (de regulă, sfârşitul lunilor martie, iunie, septembrie şi decembrie), iar limitele minime ale variaţiei preţurilor contractelor sunt cuprinse între 10 şi 12,5 dolari.

Pentru efectuarea tranzacţiilor de acest gen, agenţii de bursă pretind garanţii sub forma constituirii de depozite colaterale (*initial margin*). Mărimea acestor garanţii variază de la o perioadă de timp la alta şi de la o valută la alta, în funcţie de conjunctura mai mult sau mai puţin speculativă a pieţei şi de evoluţia mai mult sau mai puţin eratică a cursurilor valutare. În mod normal, depozitele prealabile reprezintă doar cca. 1-3% din valoarea contractului tranzacţionat, însă aceasta nu înseamnă că agenţii de bursă nu pot pretinde depozite asiguratorii mai mari pentru anumite valute sau anumiţi clienţi.

Alte produse financiare derivative, tranzacționate pe piața valutară la termen sunt:

1) operațiunea *swap*;

2) operațiunea de tip „termen contra termen" (*forward/forward*);

3) contractul de garantare a cursului de schimb la termen (*future rate agreement*) etc.

1) *Operațiunea swap este un acord între doi operatori care schimbă între ei anumite cantități de valută.* De exemplu, dacă o bancă are nevoie de o anumită cantitate de dolari pentru o perioadă de trei luni, împrumută acești dolari de la o altă bancă, constituind un gaj în euro. La scadență, se procedează invers: prima bancă rambursează împrumutul în dolari și își răscumpără gajul în euro.

d) *Operațiunea de tip „termen contra termen" (forward/forward) constă în angajamentul unei bănci, luat în momentul* t_0, *de a acorda un credit (de a primi un depozit) de o anumită valoare, într-o anumită valută și la un curs de schimb ce vor fi stabilite în momentul* t_1. Scadența contractului este prevăzută pentru momentul t_2 ($t_0<t_1<t_2$). Operațiunea conferă, așadar, o dublă garanție pentru un eventual împrumut viitor: una referitoare la obținerea împrumutului ca atare (garanția procurării valutei necesare) și alta referitoare la nivelul cursului de schimb la care se va obține această valută.

e) *Contractul de garantare a cursului de schimb la termen (future rate agreement) este o variantă a operațiunii de tip „termen contra termen" (forward/ forward), în care garantarea nivelului cursului și garantarea obținerii lichidităților în valută sunt disociate.* Rata dobânzii este stabilită în momentul t_0.

Apariția noilor produse pe piața OTC a stimulat băncile și bursele să încerce, la rândul lor, să ofere clienților lor produse atractive. Ca urmare, la ora actuală, produse de genul celor prezentate mai sus, ori combinații ale acestora, sunt oferite și de bănci, ceea ce permite intreprinderilor mici și mijlocii, care, de regulă, nu au acces pe piața OTC, să se protejeze împotriva riscului valutar. În ceea ce privește bursele, acestea au înființat și dezvoltat și ele compartimente specializate în tranzacții valutare la termen și în derivatele acestora.

e) *„Piața neagră" există exclusiv în țările cu economie de piață emergentă, care, de regulă, practică diverse forme de control valutar.* Într-adevăr, chiar și în epoca actuală, caracterizată prin globalizarea, dereglementarea și defragmentarea pieței financiare, controlul valutar este considerat uneori o soluție la problemele pe care le creează o cerere de valută foarte mare și, de aceea, imposibil de

satisfăcut. Tranzacţiile valutare „la negru" apar ca o reacţie spontană a societăţii la cererea de valută excedentară, în condiţiile în care restricţiile — legale sau administrative — impuse de autorităţi asupra operaţiunilor de schimb valutar împiedică ajustarea naturală a cererii şi ofertei de valută. Este vorba, deci, despre o soluţie ilegală, de unde şi denumirea de „piaţă neagră".

În unele ţări, „piaţa neagră", deşi ilegală, există în mod deschis, deoarece guvernul nu aplică sau nu este capabil să aplice sancţiunile legale. În alte ţări, „piaţa neagră" este reprimată de autorităţi, iar ca urmare operaţiunile de schimb valutar se efectuează în mod clandestin. În ambele cazuri, „piaţa neagră" are un rol pozitiv, deoarece permite continuarea activităţii economice normale, în pofida insuficienţei cronice a mijloacelor de plată externe.

Unele guverne acceptă în mod neoficial foloasele „pieţei neagre", deşi nu recunosc în mod deschis existenţa acesteia. Termenul utilizat pentru desemnarea acestei alternative — tolerate de autorităţi — la piaţa oficială este „piaţa (valutară) paralelă".

2. Factorii determinanţi ai cursului de schimb

Principalii factori care determină — prin intermediul cererii şi ofertei de valută — fluctuaţiile cursului sunt: inflaţia internă, evoluţia importurilor şi exporturilor şi dinamica fluxurilor de capital care intră şi ies din ţara respectivă.

La aceşti factori principali (numiţi în literatură „variabile fundamentale"), se adaugă alţii, cu acţiune mai mult sau mai puţin superficială şi pasageră, cum ar fi: anticipaţiile agenţilor economici cu privire la condiţiile economice viitoare sau la viitoarele politici duse de autorităţi, modificările actuale sau prevăzute a avea loc în viitor în mediul politic şi social, măsurile de politică economică adoptate de autorităţi etc.

În ştiinţa economică, există două teorii care explică acţiunea acestor factori:

1) teoria paritătii puterilor de cumpărare;

2) teoria paritătii ratelor dobânzii.

2.1. Teoria parității puterilor de cumpărare

Teoria parității puterilor de cumpărare constituie un capitol al științei economice clasice, unele din elementele sale regăsindu-se în scrierile multor autori din secolele XVIII-XIX: D. Hume, R. Cantillon, A. Smith, D. Ricardo, R. Thornton, T. Malthus etc.

Forma modernă a acestei teorii a fost elaborată de economistul suedez G. Cassel, care a expus-o în lucrarea sa întitulată: *„Moneda şi schimbul după 1914"*, apărută în anul 1918[1]. Principala preocupare a guvernelor acelei epoci era stabilizarea monedelor lor naționale, puternic afectate de inflație în timpul primului război mondial, iar, ca urmare, lucrarea lui Cassel a încercat să ofere o soluție la această problemă.

În limbajul științei economice moderne, ipotezele pe care se bazează teoria puterilor de cumpărare — formulate de Cassel mai mult sau mai puțin explicit — pot fi prezentate astfel:

1) Piața internațională a bunurilor şi serviciilor este o piață eficientă (perfectă); această caracteristică se reflectă prin absența controalelor vamale şi a reglementărilor de orice fel, precum şi prin costurile de tranzacționare nule.

2) Pieţele valutare sunt, de asemenea, piețe eficiente (perfecte); acest caracter este reflectat de absența controalelor administrative şi a fiscalității, precum şi de costurile de tranzacționare, care, şi în acest caz, sunt nule.

3) Fiecare bun are un preț internațional unic, indiferent de prețurile sale naționale; existența prețului unic (alinierea prețurilor exprimate într-o monedă comună) este consecința arbitrajului între diverse piețe pe care îl fac agenții economici în economiile libere şi deschise. Ca urmare a acestei posibilități de alegere, ei cumpără un anumit bun în țara în care acesta este mai ieftin şi vând bunul respectiv în țara în care este mai scump, ceea ce duce la creşterea prețurilor în prima țară, scăderea prețurilor în cea de-a doua țară şi, în final, alinierea prețurilor naționale la un nivel care este unic pe plan internațional.

4) Structura consumului din cele două țări este identică sau cel puțin comparabilă.

---

[1] — Pentru o dezbatere actuală cu privire la virtuțile şi limitele acestei teorii, a se vedea: Krueger A., *Determinarea cursului valutar. Determinarea ratei de schimb*, (trad. Donath L., Mitu V.,), Editura Sedona, Timişoara, 1996, p. 60-66.

Teoria parității puterilor de cumpărare afirmă, în esență, că există o legătură directă între evoluția comparativă a cursurilor a două monede pe piața valutară, pe de o parte, și diferența dintre rata inflației în țările de origine a monedelor respective, pe de altă parte. În mod concret, legătura constă în aceea că cursul de schimb evoluează în funcție de puterile de cumpărare respective ale celor două monede, care sunt dependente, la rândul lor, de rata inflației din fiecare din cele două țări.

Conform acestei teorii, factorul care determină evoluția cursului de schimb al unei monede este, așadar, rata relativă a inflației din țara de origine a monedei respective.

Să presupunem, pentru simplificare, că există doar două țări, *A* și *B*, și că nivelul general al prețurilor în cele două țări este P^A și P^B. Puterea de cumpărare a mondei țării *A* este $1/P^A$, iar puterea de cumpărare a monedei țării *B* este $1/P^B$. Conform principiului prețului unic, nivelul de echilibru al cursului de schimb al celor două monede, ρ, este acel nivel care permite egalizarea puterilor de cumpărare ale monedelor celor două țări. Cu alte cuvinte, în situația de echilibru, există relația:

$$\frac{1}{P^A} = \rho \frac{1}{P^B} \tag{3}$$

de unde rezultă:

$$\rho = \frac{P^A}{P^B} \tag{4}$$

Ecuația (4) arată că nivelul de echilibru al cursului de schimb este acel nivel care realizează egalitatea (paritatea) puterilor de cumpărare încorporate în cele două monede.

Să presupunem acum că nivelul prețurilor interne din țara *A* crește, în timp ce nivelul prețurilor din țara *B* rămâne stabil. Efectul acestui fenomen asupra cursului de schimb este descris de ecuația:

$$\frac{1}{\rho} \cdot \frac{d\rho}{dt} = \frac{1}{P} \cdot \frac{dP}{dt} \tag{5}$$

BCU IAȘI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Relația (5) arată că mărimea variației cursului de schimb este egală cu mărimea variației prețurilor. De exemplu, dacă prețurile interne dintr-o anumită țară cresc cu 2%, cursul de schimb se modifică şi el cu 2%, în sensul deprecierii monedei naționale respective, ceea ce, în cazul cotației incerte, înseamnă creşterea valorii numerice a cursului respectiv.

Să presupunem acum că nivelul general al prețurilor se modifică în ambele țări. Efectul acestui fenomen asupra cursului de schimb este redat de următoarea ecuație :

$$\frac{1}{\rho}\cdot\frac{d\rho}{dt}=\frac{1}{P^A}\cdot\frac{dP^A}{dt}-\frac{1}{P^B}\cdot\frac{dP^B}{dt} \qquad (6)$$

Notând:

$$\frac{1}{\rho}\cdot\frac{d\rho}{dt}=\Delta\rho$$

$$\frac{1}{P^A}\cdot\frac{dP^A}{dt}=\pi^A$$

$$\frac{1}{P^B}\cdot\frac{dP^B}{dt}=\pi^B$$

rezultă:

$$\Delta\rho=\pi^A-\pi^B \qquad (7)$$

Ecuația (7) arată că modificarea prețurilor (rata inflației) din cele două țări este cauza, iar modificarea cursului de schimb este efectul; de asemenea, se învederează că variațiile respective sunt egale. Implicația este că o țară nu poate alege cursul de schimb al monedei sale independent de rata inflației din economia sa.

Rezultă că teoria parității puterilor de cumpărare este o teorie a cursului de schimb normal, nu a cursului de schimb curent. Mai precis, este vorba despre o abordare normativă pe termen lung, care arată cât trebuie să fie nivelul cursului de schimb în condiții de echilibru, adică după ce vor fi avut loc toate procesele de ajustare generate de amintitele operațiuni de arbitraj.

În acest cadru, cunoaşterea nivelului de echilibru al cursului de schimb, adică a nivelului care realizează egalitatea nivelurilor prețurilor, are o dublă utilitate: pe de o parte, o asemenea achiziție cognitivă reprezintă un important reper pentru orientarea politicii monetare, iar pe de altă parte, ea constituie o bază de pornire pentru formarea anticipațiilor agenților economici.

BUSINESS CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Posibilitatea utilizării nivelului de echilibru al cursului de schimb ca țintă a politicii monetare ține de faptul că, după cum am arătat, lupta împtriva inflației presupune controlul masei monetare[1]. Acest control poate fi supus el însuşi unei anumite reguli monetare, cum ar fi, creşterea ofertei de monedă proporțional cu creşterea economiei, ceea ce presupune previzionarea ratelor de creştere respective. Or, în cazul în care condițiile economice interne sunt deosebit de dificile sau de instabile, se poate prefera înlocuirea modalității de reglare internă, bazate pe previzionarea ratelor de creştere ale unor agregate macroeconomice, cu o modalitate de reglare externă, bazată pe cursul de schimb față de o anumită monedă de referință (monedă-ancoră).

Alegerea monedei de referință se face în funcție de un criteriu esențial: stabilitatea monedei respective. „Moneda-ancoră" este aleasă, deci, pentru că este prin excelență o monedă sănătoasă. Cursul de schimb reținut este cel stabilit conform teoriei parității puterilor de cumpărare, iar ținta de inflație este dedusă apoi cu ajutorul relației (7).

Consecința este că politica monetară trebuie să se supună acestei constrângeri externe. Căci, o politică monetară laxă va duce la creşterea ratei inflației şi, deci, la deprecierea monedei, iar singurul mod de a lupta împotriva inflației este revenirea la o politică monetară riguroasă, astfel încât cursul de schimb de referință să fie respectat.

La fel ca alte cunoştințe oferite de ştiința economică modernă, teoria parității puterilor de cumpărare este folosită de agenții economici pentru a-şi formula anticipațiile. După cum am arătat, anticipațiile raționale ale agenților economici se bazează pe un mare număr de elemente — teoretice şi experimentale —, dintre care un rol important are paritatea puterilor de cumpărare. Într-adevăr, anticipând nivelul cursului de schimb față de o anumită monedă, agenții economici deduc un anumit diferențial şi, deci, anticipează viitoarea rată a inflației — şi invers.

Teoria parității puterilor de cumpărare serveşte însă nu numai ca bază pentru formarea anticipațiilor, adică în manieră *ex ante*, ci şi ca referențial pentru compararea *ex post* a cursului de schimb curent cu cursul de schimb de echilibru. Astfel, compararea cursului de schimb observat pe piață cu nivelul de echilibru, rezultat din teoria parității puterilor de cumpărare, relevă dacă moneda respectivă este supra sau subevaluată (figura nr. 4). Or, dacă analiza

[1] — A se vedea cap. XI §2 *supra*.

curbelor de acest gen evidențiază una sau alta din cele situații, operatorii se vor aştepta la o reajustare a cursului şi, deci, îşi vor revizui previziunile în mod corespunzător.

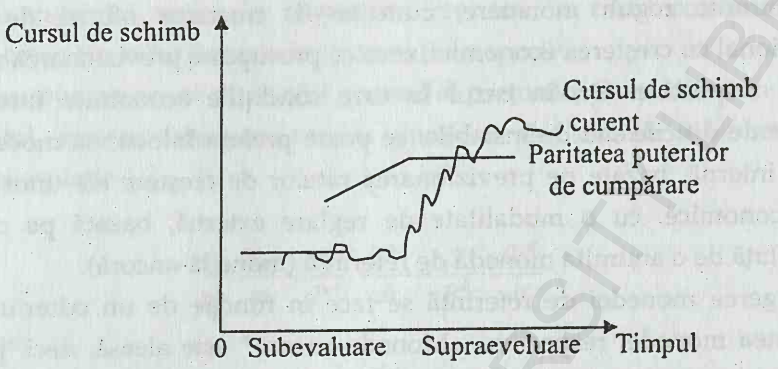


Figura nr. 4: Nivelul teoretic al cursului de schimb

Teoria parității puterilor de cumpărare se bazează pe ipoteze extrem de restrictive, ceea ce face dificilă verificarea sa empirică. Cu toate acestea, în cursul timpului, au fost efectuate numeroase teste empirice, care arată că teoria este valabilă pe termen mediu şi lung, precum şi în perioade de hiperinflație. Pe termen scurt şi în condiții normale, variațiile cursului de schimb sunt influențate mai intens de alți factori, cum ar fi: anticipațiile agenților economici, evoluția ratei dobânzii şi mişcările de capitaluri.

Principalele limite ale teoriei parității puterilor de cumpărare sunt următoarele:

1) Teoria se bazează pe analiza efectelor evoluției operațiunilor de schimb valutar implicate de tranzacțiile cu bunuri şi servicii, adică de relațiile cu străinătatea reflectate în ceea ce se numeşte „balanța plăților curente" (contul curent), care sunt singurele afectate de prețurile interne din diferite țări. Or, „balanța plăților curente" (contul curent) este doar o componentă a balanței plăților externe a unei țări, iar evoluția cursului de schimb poate fi influențată şi de elementele cuprinse în alte părți ale balanței globale. Ca urmare, este posibil ca — la intern — puterea de cumpărare a unei monde să scadă (din cauza inflației), iar — la extern — moneda respectivă să nu se deprecieze; de exemplu, acest fenomen se produce în cazul în care deficitul contului curent, provocat de cererea internă

excedentară, este compensat de intrările de capital reprezentate de investiţiile străine.

Se poate, deci, afirma că teoria paritătii puterilor de cumpărare neglijează operaţiunile de schimb valutar aferente tranzacţiilor financiare cu străinătatea, luând în considerare exclusiv operaţiunile implicate de tranzacţiile cu bunuri şi servicii.

2) Teoria nu ţine seama de faptul că schimbul valutar se poate face în mod indirect, utilizând o monedă terţă ca monedă-vehicol. De exemplu, în condiţiile sistemului monetar internaţional actual, dolarul american este folosit nu numai în relaţiile dintre agenţii economici din diverse ţări şi agenţii economici din SUA, ci şi în relaţiile orizontale — interne şi externe — dintre agenţii economici situaţi în alte ţări decât SUA. Ca urmare, evoluţia cursului unei monede poate fi determinat de cu totul alţi factori decât rata inflaţiei din ţara de origine a monedei respective. În particular, evoluţia cursului dolarului (de exemplu, faţă de euro) depinde în mai mare măsură de fenomenele de pe pieţele valutare şi financiare internaţionale, decât de rata inflaţiei din SUA.

3) Verificarea empirică a teoriei este de destul de relativă, deoarece depinde de modul de calcul al ratei inflaţiei. Astfel, exprimarea obişnuită a ratei inflaţiei, sub forma indicelui preţului de consum (IPC), este contestabilă, deoarece acest indice cuprinde şi preţurile unor bunuri şi servicii care nu fac obiectul comerţului exterior (*non-tradables goods*). De aceea, unii autori, cum ar fi B. Balassa[1], recomandă folosirea unor indici specifici, cum ar fi, de exemplu, indicele preţurilor produselor industriale. Procedeul respectiv are avantajul că indicii specifici sunt mai intens corelaţi cu cursul de schimb decât indicii generali, însă prezintă dezavantajul că aceşti indici particulari reflectă doar parţial evoluţia puterii de cumpărare a monedei. Ideal ar fi să se lucreze cu indici care reflectă exclusiv evoluţia preţurilor bunurilor care fac obiectul comerţului exterior (*tradable goods*), însă şi structura acestor din urmă bunuri diferă de la o ţară la alta.

4) Verificarea empirică a teoriei este relativizată şi de faptul că rezultatele testelor depind de mărimea perioadei de referinţă cu care se lucrează. În plus, nu există nici o garanţie că cursul de schimb din momentul iniţial este un curs de echilibru. Acest curs, luat ca bază de plecare, poate fi supra sau subevaluat, ceea ce afectează considerabil semnificaţia rezultatelor verificărilor empirice.

[1] — Balassa B., *The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal*, Journal of Political Economy, Decembre, 72, 1974.

Cu toate aceste limite, teoria parității puterilor de cumpărare este folosită în prezent de toate băncile centrale şi celelalte mari bănci din lume pentru reprezentarea modului de funcționare a pieței valutare şi pentru formularea previziunilor privind evoluțiile cursurilor de schimb. Toate aceste aşezăminte publică grafice şi analize bazate pe teoria parității puterilor de cumpărare, ceea ce, în pofida imperfecțiunilor sale, îi dovedeşte utilitatea.

Testele empirice la care este supusă această teorie sunt, deci, numeroase şi permanente. Ele arată, pe lângă amintita relevanță normativă pe termen lung, că teoria parității puterilor de cumpărare dă rezultate diferite în funcție de moneda studiată: unele monede se comportă în concordanță cu prescripțiile acestei teorii, în timp ce altele se abat de la modelul teoretic respectiv. În acest din urmă caz, abaterile se explică prin acțiunea factorilor de genul celor amintiți anterior (anticipațiile, rata dobânzii, fluxurile de capitaluri etc.), de care teoria parității puterilor de cumpărare face abstracție, dar care, în realitate, intervin adesea, provocând perturbații, suprareacții (*overshootings*), supra sau subevaluări ş.a.m.d.

De aceea, în literatură, s-a propus utilizarea unui indicator menit să ajute la perfecționarea teoriei parității puterilor de cumpărare. Este vorba despre un indicator macroeconomic care reflectă poziția debitoare sau creditoare a diverselor țări. Propunerea respectivă se bazează pe observația că monedele țărilor cu datorie externă mare înregistrează o depreciere mai mare decât cea rezultată din teoria parității puterilor de cumpărare, în timp ce monedele țărilor creditoare față de străinătate tind să se aprecieze mai mult decât spune teoria respectivă.

Această abordare, cunoscută sub denumirea de „teoria cursului de schimb aferent echilibrului portofoliului" (*Portofolio Equilibrium Exchange Rate Theory*), a fost supusă şi ea la numeroase teste empirice, care par să arate că, în anumite cazuri particulare, cum ar fi, de exemplu, cursul yen/dolar, poziția externă a unei țări exercită o influență mai puternică decât paritatea puterilor de cumpărare[1].

2.2. Teoria parității ratelor dobânzii

Spre deosebire de teoria parității puterilor de cumpărare, care este o teorie a cursului de schimb pe termen lung, teoria parității ratelor dobânzii este o

[1] — Taylor M., *The Economics of Exchange Rates*, Journal of Economic Literature, 33, 1995.

teorie pe termen scurt. Această teorie a fost elaborată de către Keynes[1], care a izolat aspectele pur financiare ale procesului de formare a cursului de schimb. Astfel, el îşi fundamentează analiza pe studiul deciziilor de investiţii pe care agenţii economici le adoptă prin compararea randamentelor plasamentelor efectuate în diverse monede, nu a deciziilor comerciale luate prin arbitrajul între preţurile bunurilor şi serviciilor. Ca urmare, legătura cauzală: cursul de schimb → rata dobânzii este inversată pentru a evidenţia cauzalitatea: rata dobânzii → cursul de schimb.

Teoria paritătii ratelor dobânzii afirmă, în esenţă, că cursul la termen al unei monede faţă de altă monedă depinde de ratele dobânzii corespunzătoare scadenţei respective, mai precis, de ratele relative ale dobânzilor („diferenţialul dobânzilor") din ţările în cauză.

Să presupunem că un individ dispune de o unitate de capital, K, şi că el poate alege între a-şi plasa capitalul în SUA, unde rata dobânzii este r^A, ori într-o ţară din zona euro, în care rata dobânzii este r^B. Să mai presupunem că durata plasamentului, t, este egală cu perioada de referinţă.

Pentru a şti care este cea mai bună posibilitate de fructificare a capitalului său, individul trebuie să compare randamentele celor două plasamente. Astfel, o unitate de capital plasată în SUA devine la sfârşitul perioadei: $(1+r^A)K$. O unitate de capital plasată în zona euro trebuie întâi convertită, la cursul de schimb în vigoare, ρ^v, (dolar/euro — curs de schimb la vedere), cea ce înseamnă o sumă egală cu: $\rho^v K$. Această sumă devine la sfârşitul perioadei: $\rho^v(1+r^B)K$. Pentru a exprima mărimea respectivă în dolari, trebuie utilizat cursul la termen, ρ^t, valabil la sfârşitul perioadei, t, ceea ce dă o valoare: $(\rho^v/\ \rho^t)(1+r^B)K$. Deoarece $\rho^t = \rho^v + \delta\rho$, unde $\delta\rho$ este variaţia cursului în perioada t, plasamentul în zona euro aduce o sumă: $(1+\delta\rho)(1+r^B)K$.

Dacă $(1+r^A)K > (1+\delta\rho)(1+r^B)K$, atunci, ţinând seama atât de rata dobânzii, cât şi de cursul de schimb, plasamentul în SUA este mai atractiv decât plasamentul în zona euro. Ca urmare, investitorii îşi vor transfera capitalurile din Euroland în SUA, şi anume până în momentul în care se ajunge la egalitatea: $(1+r^A)K = (1+\delta\rho)(1+r^B)K$.

Făcând simplificările necesare şi neglijând termenul $r\,\delta\rho$, această egalitate poate fi scrisă astfel:

---

[1] — Keynes J. M., *A Tract on Monetary Reform*, ed. cit.

$$r^B - r^A = \delta e \tag{8}$$

Relația (8) arată că cursurile sunt la paritate (echilibru), atunci când diferența dintre dobânzile existente în cele două spații monetare este compensată de diferența dintre cursul de schimb la termen și cursul de schimb la vedere (deport sau report — diferențialul valutar).

Teoria paritătii ratelor dobânzii este, de fapt, o aplicație a legii prețului unic. Într-adevăr, amintita posibilitate a arbitrajului între diverse piețe financiare duce la egalizarea randamentelor plasamentelor. Astfel, dacă, în loc de a avea în vedere exclusiv alternativa SUA/Euroland, se ia în considerare și o a treia posibilitate, și anume efectuarea unui plasament pe piața Londrei (simbolizată cu indicele superior C), se ajunge la egalitatea următoare:

$$(1+r^A)K = (1+\delta\rho_1)(1+r^B)K = (1+\delta\rho_2)(1+r^C)K \tag{9}$$

unde:

$\delta\rho_1$ — variația cursului de schimb dolar/euro;

$\delta\rho_2$ — - variația cursului de schimb dolar/liră.

Neglijând termenii $r^B\delta\rho_2$ și $r^C\delta\rho_1$, ceea ce este posibil, având în vedere că perioada de referință este scurtă, ecuația (9) devine:

$$r^C - r^B = \delta\rho_2 - \delta\rho_1 \tag{10}$$

Relația (10) arată legătura generală care există între diferențialul ratei dobânzii și variațiile cursului de schimb. Însă, în realitate, modificările ratei dobânzii nu sunt cunoscute dinainte, așa cum s-a presupus peste tot în cele de mai sus. Dimpotrivă, în practică, problema care se pune de cele mai multe ori este anticiparea variațiilor cursului de schimb în funcție de evoluția ratei dobânzii, ceea ce presupune existența unei relații de tipul:

$$\delta^a\rho = r^B - r^A \tag{11}$$

sau:

$$\delta^a\rho^A - \delta\rho^B = r^A - r^B \tag{12}$$

unde:

δ^a - variațiile anticipate ale cursului de schimb.

Relaţia (12) arată că cursul de schimb anticipat (diferenţialul valutar anticipat — deportul sau reportul) depinde de mişcările ratei dobânzii, ceea ce constituie esenţa teoriei parităţii ratelor dobânzii.

Spre deosebire de teoria parităţii puterilor de cumpărare, care nu poate explica suprareacţia (*overshooting*) cursurilor de schimb, teoria parităţii ratelor dobânzii oferă o explicaţie valabilă acestui fenomen. Această explicaţie se bazează pe analiza influenţei pe care o exercită mişcările de capital şi a combinării acestei influenţe cu efectele descrise de prima teorie.

Astfel, să presupunem că, dintr-un motiv sau altul, politica monetară devine mai restrictivă decât în trecut. Să mai admitem că această reorientare a politicii monetare intervine într-o economie cu sector financiar dezvoltat, în care măsurile de politică monetară afectează mai întâi rata dobânzii, iar apoi se repercutează asupra preţurilor. Cu alte cuvinte, se consideră că este vorba despre o economie în care pieţele de capital (rata dobânzii) se ajustează mai rapid decât piaţa bunurilor şi serviciilor (nivelul general al preţurilor).

În aceste condiţii, primul efect al întăririi condiţiilor monetare este creşterea ratei dobânzii, ceea ce determină modificarea diferenţialului ratei dobânzii şi, deci, aprecierea monedei naţionale. Această apreciere este chiar mai mare (suprareacţie) decât cea care va subzista în final, deoarece, pe de o parte, creşterea ratei dobânzii determină transformarea unei părţi din cererea de bunuri şi servicii în cerere de plasamente (ofertă de capital), ceea ce duce la întrări de capital, sporirea producţiei şi a ofertei de bunuri şi servicii şi, deci, scăderea preţurilor. Pe de altă parte, aprecierea monedei frânează exporturile, ceea ce, de asemenea, duce la creşterea ofertei interne de bunuri şi servicii şi, deci, scăderea preţurilor. Aşadar, scăderea nivelului general al preţurilor este rezultatul conjugării celor două fenomene descrise mai sus.

Rezultă că piaţa valutară reacţionează pe termen scurt la mişcările de capital provocate de modificarea diferenţialului ratei dobânzii, dar echilibrul pe termen lung al variabilelor implicate se stabileşte în conformitate cu teoria parităţii puterilor de cumpărare. Această analiză, propusă de R. Dornbusch[1], este cunoscută în literatură sub denumirea de „modelul suprareacţiei cursului de schimb.".

[1] — Dornbusch R., *Expectations and Exchange Rate Dynamics*, Journal of Political Economy, November-December, 1976.

Limitele teoriei parității ratelor dobânzii sunt asemănătoare cu cele ale teoriei parității puterilor de cumpărare. Acestea provin din ipotezele „tari" ale modelului: se presupune că are loc un arbitraj între piețe, însă această operațiune se realizează, doar dacă piețele sunt eficiente (perfecte), în sensul că nu există nici control valutar, nici fiscalitate incidentă asupra câștigurilor realizate din variația cursului de schimb și nici costuri de tranzacționare. În cazul în care aceste condiții nu sunt îndeplinite, puterea explicativă și prospectivă a teoriei parității ratelor dobânzii va fi diminuată.

3. Regimuri de cursuri de schimb

Teoria parității puterilor de cumpărare și teoria parității ratelor dobânzii constituie principalele referențiale doctrinare vizate în dezbaterea dintre adepții cursurilor administrate (fixe) și cei ai cursurilor libere (flotante). Însă, dincolo de formarea cursurilor de schimb, problema care se pune este de a ști dacă statul trebuie sau nu să intervină în materie de cursuri de schimb. Căci, după cum am arătat, variațiile cursurilor de schimb reflectă politica monetară, constituind un important canal de transmisie a efectelor acesteia[1]. O problemă subdiacentă este cea a locului politicii economice naționale în universul globalizat și concurențial al economiei mondiale contemporane.

În acest cadru, controversa între adepții celor două modalități de funcționare a pieței valutare este esențială pentru înțelegerea locului și rolului politicii monetare în teoria și practica economică actuală.

3.1. Cursul de schimb ca purtător de informații

După cum am arătat, cursul de schimb se formează prin confruntarea cererii și ofertei de pe piața valutară. Ca urmare, în condițiile în care cursul de schimb se formează liber, nivelul și variațiile acestei variabile reflectă situația și evoluția pieței.

[1] — Cf. cap. VII §5 *supra*.

La rândul lor, cererea şi oferta de valută reacţionează la nivelul actual şi viitor al cursului de schimb.

Tranzacţiile comerciale efectuate de intreprinderi sau de persoanele particulare implică decizia de a recurge sau nu la un anumit mijoc de protecţie (acoperire) împotriva riscului valutar. În ceea priveşte intreprinderile, acestea optează, de regulă, pentru adoptarea unei anumite strategii de acoperire, în timp ce speculatorii se caracterizează prin asumarea şi gestionarea profesionistă a acestui risc.

De fapt, posibilitatea pe care o au operatorii comerciali (intreprinderi, persoane particulare) de a se acoperi împotriva riscului valutar rezidă în faptul că ei găsesc pe piaţă operatori specializaţi în preluarea şi divizarea riscului respectiv. Cu alte cuvinte, prin natura activităţii lor, intreprinderile încearcă să se protejeze împotriva riscului valutar cu care se confruntă în mod inevitabil în urma operaţiunilor comerciale pe care le efectuează. Ele transferă, deci, riscul valutar speculatorilor, care îşi asumă riscul respectiv în locul operatorilor comerciali. Această posibilitate de transfer este dată de existenţa pieţei valutare şi a tehnicilor de acoperire cărora aceasta le dă naştere (acoperire la termen, noile produse financiare: opţiuni, contracte *futures*, *swap* etc.).

Riscurile depind de anticipaţiile cu privire la evoluţiile viitoare ale cursurilor de schimb, iar anticipaţiile sunt funcţie, la rândul lor, de politicile economice presupuse a fi duse de autorităţi.

Modul în care se formează şi se modifică anticipaţiile cu privire la dinamica cursurilor este foarte complex şi greu de descris prin modele simple. Această complexitate provine din maniera subiectivă de analiză şi din numărul mare de variabile implicate. Asfel, după cum am arătat, cursurile de schimb depind de diferenţialele anticipate ale ratelor inflaţiei şi ale ratelor dobânzii, iar, ca urmare, toţi factorii determinanţi respectivi trebuie estimaţi de cel puţin două ori: pentru cazul fiecăreia din cele două monede luate în considerare şi, deci, al fiecăreia din cele două ţări. Or, lista factorilor care trebuie luaţi în considerare este foarte lungă chiar şi pentru o singură ţară: ratele de creştere anticipate ale principalilor indicatori macroeconomici, rezultatele economice obţinute în trecut (rata şomajului, deficitul balanţei de plăţi curente, deficitul bugetar etc.), politicile economice anunţate de autorităţi, instabilitatea politică, evenimentele excepţionale (boala sau moartea şefului de stat sau de guvern, război, condiţii climaterice) ş.a.m.d. Iar această listă nu este deloc exhaustivă, căci se mai pot

adăuga toți parametrii cu ajutorul cărora se măsoară subiectiv sănătatea economică a unei țări şi prognosticul stării de sănătate respective.

De exemplu, se constată că apropierea unor alegeri importante (prezidențiale sau parlamentare) provoacă fluctuații accentuate ale cursului de schimb, deoarece incertitudinea cu privire la viitoarea conducere a țării crează nesiguranță în ceea ce priveşte politicile economice care vor fi duse în viitor. Or, dacă incertitudinea cu privire la sfera politicii este puternică, operatorii îşi vor retrage capitalurile din moneda țării respective, aşteptând o vreme ca perspectivele să se clarifice. Tot aşa, după consumarea alegerilor, politica economică a partidului sau persoanelor învingătoare va fi, la rândul său, judecată de piețe, care vor încerca să îi anticipeze consecințele. Ca urmare, anticipațiile cu privire la evoluția viitoare a cursului monedei respective vor fi, după caz, favorabile sau nefavorabile. Este de notat că, din cauza factorilor amintiți, indicatorii bursieri urmează, în general, aceleaşi tendințe.

Anticipațiile depind, de asemenea, de „fundamentale". Aceasta revine la a spune că anticipațiile cu privire la performanțele economice viitoare ale unei țări influențează cursul de schimb al monedei acelei țări în acelaşi mod în care performanțele unei intreprinderi influențează cursul acțiunilor intreprinderii respective. La acest element, se adaugă adesea alți factori, cum ar fi, „baloanele speculative", provocate de îngrijorări sau de comportamentul mimetic (fenomenul numit „furtună solară" sau profeții care se auto-împlinesc)[1]. Or, aşa cum conducătorul unei intreprinderi monitorizează tot timpul cursul acțiunilor sale (scăderea acestui curs înseamnă că operatorii vând acțiunile respective, deoarece se aşteaptă la înrăutățirea rezultatelor intreprinderii în cauză), tot aşa autoritățile unei țări supraveghează evoluția cursului monedei naționale, deoarece acesta indică modul în care politicile lor economice sunt sancționate sau recompensate de piață. *Cursul de schimb sintetizează şi vehiculează, deci, o informație esențială: aceasta priveşte modul în care operatorii internaționali percep evoluția economică a țării respective.*

În acest context, problema care se pune este de a şti dacă această imagine este sau nu acceptabilă. Cu alte cuvinte, se pune problema de a şti dacă piața trebuie lăsată să funcționeze liber şi să-şi exprime liber percepția, ori este de preferat ca ea să fie organizată astfel încât politicile economice să-şi găsească un câmp de aplicare mai favorabil.

---

[1] — Cf. cap. VI §1.2 şi §1.3 *supra*.

3.2. Cursurile de schimb fixe

Caracteristica esențială a unui regim de cursuri fixe este faptul că nivelul cursului este stabilit de către stat. În acest regim, fiecare monedă străină are un curs oficial, care poate fi diferit de cursul comercial (stabilit pe piața valutară).

În acest cadru, banca centrală joacă un rol esențial, deoarece ea este cea care trebuie să intervină pe piața valutară pentru a influența cursul comercial şi a face ca acesta să se apropie cât mai mult posibil de cursul oficial. Astfel, dacă moneda națională se apreciază față de o monedă străină, banca centrală va vinde propria sa monedă națională şi va cumpăra moneda străină respectivă, astfel încât cursul să revină la nivelul oficial. În cazul în care moneda națională se depreciază față de o monedă străină, banca centrală va proceda invers (cumpără monedă națională şi vinde monedă străină).

În cursul timpului, nivelul cursului de schimb oficial a fost stabilit în mod diferit. Astfel, în perioada în care monedele erau convertibile în aur, fiecare monedă națională era definită printr-un anumit conținut în aur, iar cursul de schimb oficial (paritatea metalică) rezulta din raportul dintre cele două conținuturi în aur.

Ulterior, în epoca în care singura monedă convertibilă în aur a rămas dolarul, cursurile de schimb oficiale ale celorlalte monede au fost stabilite la nivele compatibile cu principiile teoriei parității puterilor de cumpărare. Aceasta, pentru a putea menține nemodificate un timp cât mai îndelungat cursurile de schimb respective şi a asigura, astfel, stabilitatea relațiilor comerciale şi financiare internaționale. Acest regim de cursuri fixe a existat în cadrul sistemului monetar internațional de la Bretton Woods, fiind însă ultimul pus în aplicare de țările occidentale; el a rămas în vigoare până la 15 august 1971, când convertibilitatea în aur a dolarului a fost desființată[1].

În ceea ce priveşte fostele țări comuniste, acestea au practicat adesea un regim cursuri fixe absolut aberant: cursuri de schimb oficiale multiple, aplicate în funcție de natura operațiunii de comerț exterior (import, export) şi de calitatea celui care face preschimbarea (intreprindere socialistă, persoană fizică).

Astfel, în România anilor '80, cursurile de schimb oficiale, practicate în operațiunile de import şi export, se stabileau, prin plan, pe mărfuri şi grupe de mărfuri, astfel încât să se acopere costurile intreprinderilor respective; existau,

[1] — Cap. III §6 şi §7 *supra*.

deci, atâtea cursuri de schimb oficiale câte poziții existau în listele de mărfuri cuprinse în planurile de export şi de import.

În ceea ce priveşte operațiunile zise „necomerciale", care nu se refereau, deci, la activitatea de comerț exterior, se utilizau aşa-numitele „cursuri necomerciale", care erau stabilite la fel de arbitrar (de exemplu, 1 dolar=11 lei).

În pofida denumirii sale, cursul de schimb „fix" nu este un curs „absolut fix". Noțiunea de „fixitate" nu înseamnă, aşadar, „imuabilitate", ci doar faptul că cursul de schimb nu se formează prin mecanismele pieței. Într-adevăr, atunci când consideră că nivelul său nu este corespunzător, autoritățile pot modifica cursul oficial. Această modificare poate fi în sensul creşterii valorii oficiale a monedei în raport cu nivelul său inițial (revalorizare), sau în sensul reducerii acestei valori (devalorizare) — după caz.

Să presupunem că — în momentul inițial — soldul balanței comerciale este negativ (punctul *A* din figura nr. 5) şi că — în momentul respectiv — se decide devalorizarea monedei naționale. Această măsură nu provoacă totuşi reechilibrarea instantanee a balanței, deoarece prețurile se ajustează mai rapid decât obişnuințele de consum şi de producție ale membrilor societății, ceea ce face ca volumul importurilor să rămână o vreme nemodificat. În ceea ce priveşte exporturile, devalorizarea monedei ar trebui să determine creşterea volumului acestora, însă, şi în acest caz, măsura respectivă necesită un timp mai mare sau mai mic pentru a-şi produce efectele; acest decalaj (*lag*) depinde de elasticitatea ofertei de bunuri autohtone susceptibile a fi exportate.

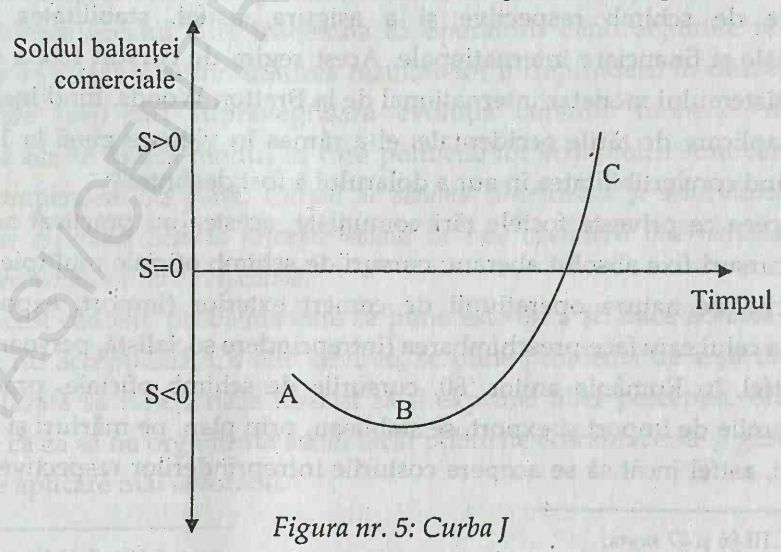


Figura nr. 5: Curba J

Ca urmare, un prim efect al devalorizării este, în general, creşterea deficitului extern (evoluţia economiei din punctul *A* în punctul *B*) şi numai ulterior reducerea acestuia (evoluţia economiei spre punctul *C*) (figura nr. 5). Acest fenomen este cunoscut sub denumirea de „efectul curbei J".

Rezultă că stabilirea de către autorităţi a mărimii devalorizării pe care urmează să o decidă necesită anticiparea de către acestea a modului în care se va desfăşura procesul de ajustare a balanţei comerciale declanşat de măsura respectivă. În cadrul acestui proces, un rol important joacă elasticitatea cererii de bunuri din import şi, respectiv, elasticitatea cererii străinătăţii faţă de bunurile autohtone destinate exporturilor. După cum au demonstrat J. Robinson[1] şi A. Lerner[2], *condiţia necesară pentru ca balanţa comercială să-şi îmbunătăţească poziţia este ca suma acestor elasticităţi să fie mai mare ca unitatea.* Această aserţiune este cunoscută şi sub denumirea de „teorema elasticităţilor critice" sau „condiţia Marshall-Lerner".

„Teorema elasticităţilor critice" este puternic contestată în literatură, în principal din cauza dificultăţilor cu care se confruntă calculul elasticităţilor, dar şi din raţiuni teoretice. Căci, din acest din urmă punct de vedere, teorema amintită se bazează pe concepţia keynesiană, în care relansarea economiei este determinată de creşterea cererii, iar soldul balanţei comerciale este o variabilă-cheie a gradului de ocupare a mâinii de lucru.

În acest cadru, principalul argument în favoarea regimului de cursuri fixe este că stabilitatea cursurilor stimulează comerţul internaţional. Într-adevăr, variaţiile cursurilor de schimb generează riscuri valutare, care îi afectează atât pe exportatori, cât şi pe importatori, iar credinţa că urmează să se producă turbulenţe monetare îi poate descuraja pe unii dintre aceştia să participe la comerţul internaţional. Cu alte cuvinte, dacă fluctuaţiile cursurilor valutare sunt limitate, comerţul internaţional va fi mai dinamic.

Această idee necesită însă câteva comentarii. În primul rând, se pune problema gradului de stabilitate a cursurilor fixe. Căci, după cum am arătat, cursurile fixe nu sunt invariante, iar ca urmare acestea pot fi, de fapt, mai puţin stabile decât cursurile libere. Şi, într-adevăr, se constată că, în istoria economică recentă, au existat mai multe perioade în care, încercând să facă faţă unor puternice crize de încredere în moneda naţională, autorităţile din ţara respectivă au

[1] — Robinson J., *Disguised Unemployment*, The Economic Journal, 1936.
[2] — Lerner A., *The Economics of Control*, MacMillan, New York, 1944.

devalorizat în repetate rânduri această monedă; tot aşa, au existat şi perioade în care cursurile formate în mod liber au fost foarte stabile. Stabilitatea sau instabilitatea cursurilor de schimb depind, aşadar, de încrederea operatorilor în moneda respectivă, adică de calitatea politicilor economice duse de autorităţi.

În al doilea rând, se constată că, după abandonarea cursurilor fixe, caracteristice sistemului de la Bretton Woods, comerţul internaţional nu numai că nu a stagnat, ci a continuat să se dezvolte accelerat, chiar şi în regiuni în care riscul valutar este important (ţări în curs de dezvoltare, ţări emergente etc.).

În al treilea rând, deşi cursurile flexibile crează un risc specific — riscul valutar —, costul protecţiei împotriva acestui risc s-a redus în ultimul timp foarte mult, ca urmare a apariţiei noilor produse financiare, care permit, *inter alia*, o acoperire eficace împotriva diverselor genuri de riscuri. Ca urmare a acestor oportunităţi, costul protecţiei împotriva riscului valutar aferent cursurile de schimb flotante a devenit mai mic decât costul implicat de cursurile fixe. Într-adevăr, în regim de cursuri flotante, deşi nivelul cursului este incert, există soluţia utilizării tehnicilor de acoperire. În regim de cursuri fixe, nivelul cursului este cert, dar nu este deloc sigur că se va găsi valută la preţul respectiv; costul fixităţii este, deci, penuria de valută.

Rezultă că argumentul după care stabilitatea cursurilor stimulează comerţul internaţional nu este hotărâtor.

Un al doilea argument în favoarea regimului de cursuri fixe este că stabilitatea cursurilor favorizează stabilitatea internă a economiei. În acest caz, ideea este că variaţiile cursului de schimb, provocate de diverse măsuri de politică economică, neliniştesc în mod inutil agenţii economici autohtoni, care, din această cauză, îşi vor modifica într-un sens nefavorabil comportamentele de producţie şi de consum. Spre deosebire de aceasta, în regim de cursuri fixe, crizele monetare şi financiare pot trece — se afirmă — aproape neobservate. Căci, reglementând nivelul cursului valutar, autorităţile favorizează formularea de către agenţii economici a unor anticipaţii optimiste, ceea ce duce la depăşirea crizei iniţiale şi la atenuarea efectelor sale. Asfel, în regim de cursuri fixe, vor fi afectaţi realmente de criză doar agenţii economici care fac comerţ internaţional, în timp ce ceilalţi agenţi economici — presupuşi a fi majoritari — vor fi feriţi de efectele negative respective.

Şi în legătură cu acest raţionament se impun două remarci. În primul rând, ceea ce se suprimă prin fixarea administrativă a nivelului cursului de schimb nu este nici criza şi nici efectele sale, ci doar modalitatea sa naturală de manifestare

şi de autodepăşire, care este creşterea preţului monedelor străine. Într-adevăr, deprecierea monedei naţionale exercită o serie de efecte autoreglatoare asupra economiei şi relaţiilor sale cu exteriorul, mecanisme care sunt însă blocate prin instituirea fixităţii cursului de schimb. Ideea blocării mişcărilor cursului de schimb este, aşadar, o variantă a ideii blocării mişcărilor preţurilor, ale cărei consecinţe pernicioase au fost analizate pe larg în cap. XI *supra* şi asupra cărora, de aceea, nu mai revenim aici.

În al doilea rând, un curs de schimb flexibil poate fi folosit de autorităţi — datorită informaţiilor pe care le vehiculează — pentru gestionarea corectă şi, deci, atenuarea efectelor negative ale crizelor.

În fine, al treilea argument în favoarea cursurilor de schimb fixe este că acestea împiedică speculaţiile. Cu alte cuvinte, se susţine că speculaţiile valutare sunt destabilizatoare, în sensul că amplifică fluctuaţiile cursurilor şi, deci, provoacă creşterea riscurilor valutare cu care se confruntă agenţii economici obişnuiţi. Este necesară, aşadar, limitarea speculaţiilor, iar una din soluţiile adecvate în acest scop este adoptarea unui regim de cursuri fixe.

Ideea că operaţiunile speculative destabilizează cursurile de schimb a fost contestată de M. Friedman, care a arătat că, deoarece piaţa valutară se apropie foarte mult de conceptul teoretic de „piaţă eficientă" (perfectă), ea are o mare capacitate de autoreglare, care se manifestă inclusiv în cazul mişcărilor speculative de capital.

Pentru a înţelege esenţa raţionamentului lui Friedman, să presupunem că, în absenţa operaţiunilor de tip speculativ, evoluţia cursului de schimb euro/dolar este reprezentată de curba (1) din figura nr. 6.

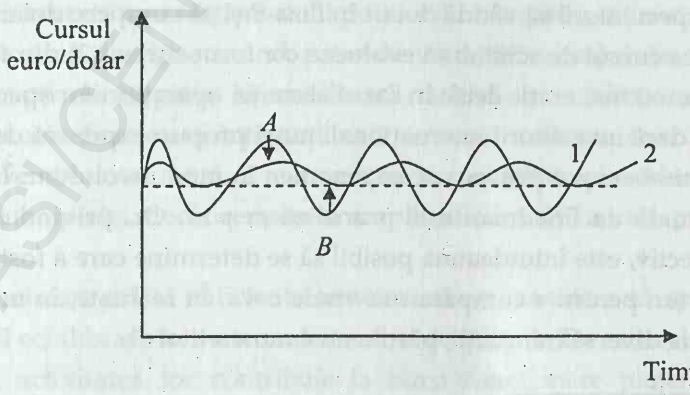


Figura nr. 6: Efectul stabilizator al mişcărilor de capital speculative

Să mai presupunem că investitorii pot intra pe piață și ieși în mod absolut liber, fără nici un fel de autorizare, taxă etc. (piață perfectă). Este evident că obținerea unui anumit câștig presupune că investitorii cumpără dolari în faza *B*, când prețul dolarului în euro este scăzut (euro este apreciat, iar dolarul este depreciat) și vând dolari în faza *A*, când prețul dolarului, exprimat în euro, este ridicat (euro este depreciat, iar dolarul este apreciat). Într-adevăr, procedând în modul acesta, investitorii realizează un câștig, care, raportat la o unitate de capital, este egal cu diferența dintre prețul (cursul dolarului) din cele două faze.

Însă, cumpărând dolari în faza *B*, investitorii internaționali împiedică o depreciere și mai accentuată a monedei respective; tot așa, vânzând dolari în faza *A*, operatorii previn o apreciere și mai mare a dolarului.

Rezultă că, prin operațiunile lor, speculatorii reduc amplitudinea fluctuațiilor cursurilor de schimb, determinând o tendință de aplatizare a curbei (1), care devine treptat de forma curbei (2). Înseamnă că cu cât operatorii de pe o anumită piață valutară sunt mai numeroși, iar operațiunile lor sunt de mai mare amploare, cu atât stabilitatea cursurilor de schimb formate pe piața respectivă este mai mare. Această stabilitate indică, așadar, "eficacitatea" ridicată a pieței valutare respective (capacitatea sa ridicată de autoreglare).

Analiza lui Friedman a suscitat unele critici[1], care, după părerea noastră, nu sunt însă foarte solide. În general, aceste obiecții se structurează în jurul următoarelor două idei:

1) Speculatorii pot destabiliza intenționat piața valutară, pentru a-și spori în modul acesta câștigurile. Condiția necesară și suficientă pentru aceasta este ca ei să dispună de capitaluri suficient de mari. Într-adevăr, în acest caz, este suficient ca speculatorii să vândă dolari în faza *B* și să cumpere dolari în faza *A*, ceea ce face ca cursul de schimb să evolueze conform curbei (2) din figura nr. 7, adică într-un mod mai eratic decât în cazul absenței operațiunilor speculative.

2) Chiar dacă investitorii internaționali nu-și propun expres să destabilizeze cursul de schimb, ei pot provoca acest fenomen în mod involuntar. Într-adevăr, analiza efectuată de Friedman este o analiză *ex post*. Or, privind lucrurile în mod retrospectiv, este întotdeauna posibil să se determine care a fost momentul cel mai oportun pentru a cumpăra sau vinde ceva. În realitate, în momentul în care se încheie diverse tranzacții, părțile nu cunosc viitorul.

---

[1] — De ex., Baumol W., *The Transactions Demand for Cash — An Inventory Theoretic Approach*, ed. cit.

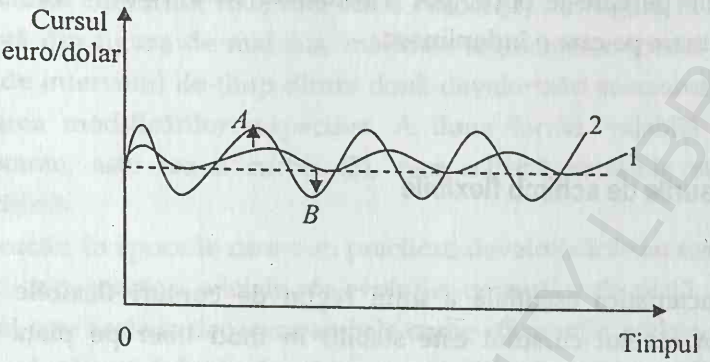


Figura nr. 7: Efectul destabilizator al mişcărilor de capital speculative

Astfel, în faza *B*, investitorii nu ştiu dacă dolarul a atins sau nu un anumit prag de depreciere; ei pot foarte bine să creadă că deprecierea dolarului va continua şi, deci, să nu cumpere dolari. În aceste condiţii, dolarul are toate şansele să se deprecieze şi mai mult. Raţionamentul este, evident, similar în faza *A*.

Concluzia este că erorile de previzionare ale speculatorilor, inerente unei pieţe eficiente (perfecte), determină destabilizarea pieţei şi că, deci, mişcările de capital nu au neaparat un rol reglator.

La această afirmaţie se poate răspunde că chiar dacă este aşa, speculaţiile nu constituie singurul factor destabilizator al pieţei valutare. Un efect de aceiaşi natură exercită, de exemplu, vânzările şi cumpărările de valută efectuate de băncile centrale şi de guverne. Şi, într-adevăr, nu există nici un motiv să se creadă că birocraţii sau responsabilii politici dintr-o ţară sunt mai capabili decât alţi operatori să deceleze sau să prevadă variaţiile cursului de schimb, ori că sunt mai apţi decât piaţa să stabilească nivelul de echilibru al cursului de schimb. Istoria financiară internaţională — mai nouă sau mai veche — este plină de exemple care arată că intervenţiile autorităţilor au ca efect mai degrabă destabilizarea pieţei, decât reducerea amplitudinii medii a variaţiilor cursurilor de schimb.

În concluzie, există suficiente temeiuri să se considere că speculatorii pot juca un rol echilibrant în materie de cursuri de schimb. De aceea, contrar părerii obişnuite, activitatea lor contribuie la buna funcţionare pieţei valutare, iar

câştigurile pe care le obţin pot fi asimilate cu o remuneraţie pentru funcţia stabilizatoare pe care o îndeplinesc.

3.3. Cursurile de schimb flexibile

Caracteristica esenţială a unui regim de cursuri flexibile (flotante) este faptul că nivelul cursului este stabilit în mod liber pe piaţa valutară, fără intervenţia statului. Cursurile de schimb sunt flexibile în măsura în care au loc variaţii ale cererii şi ofertei (de valută). Aceasta nu înseamnă, însă, că, într-un asemenea regim, cursurile nu pot fi stabile; pentru aceasta, este suficient ca cererea şi oferta să fie ele însele stabile, ori să evolueze în mod identic.

Această caracteristică face ca, într-un regim de cursuri flexibile, reglarea unui eventual dezechilibru monetar să se facă în alt mod decât în regimul cursurilor fixe. Astfel, în regim de cursuri fixe, ajustările sunt discontinue şi brutale: ele îmbracă forma devalorizărilor şi revalorizărilor. În regim de cursuri flotante, ajustările se realizează în mod treptat, prin variaţii continue şi de mică amploare ale preţurilor (cursurilor) monedelor străine (figura nr. 8).

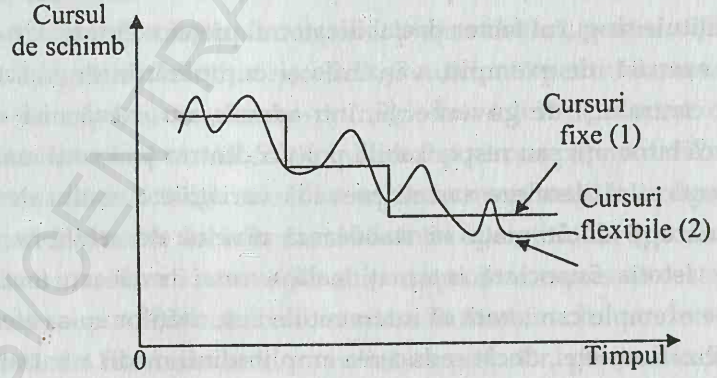


Figura nr.8: Procesul de ajustare în regim de cursuri fixe şi de cursuri flotante

Astfel, să admitem că în economie se manifestă o tendinţă de depreciere a monedei. În principiu, această tendinţă poate avea două forme. Prima formă,

specifică regimului cursurilor fixe, este cea a curbei (1) din figura nr. 8. După cum se observă din figura de mai sus, mărimea segmentelor acestei curbe în scară depind de intervalul de timp dintre două devalorizări succesive, precum şi de amploarea modificărilor respective. A doua formă, valabilă în cazul cursurilor flotante, este cea a curbei (2), care reflectă variaţiile zilnice ale cursului de schimb.

În mod practic, în epoca în care s-au practicat, devalorizările au fost, de cele mai multe ori, recunoaşteri oficiale ale evoluţiei cursurilor de piaţă. Aparent, rezultatul final este acelaşi, deoarece ambele curbe sfârşesc în acelaşi punct. În realitate, cele două modalităţi de ajustare exercită efecte economice foarte diferite.

Astfel, în regim de cursuri fixe, cursul oficial este ajustatat din vreme în vreme la nivelul cursului de piaţă; aceasta înseamnă că, între două devalorizări succesive, moneda naţională este supreveluată. Or, supraevaluarea monedelor perturbă schimburile internaţionale (limitarea exporturilor, stimularea importurilor), penalizând intreprinderile exportatoare şi supunând intreprinderile naţionale unei concurenţe neloiale. Dereglările respective provoacă, aşadar, grave distorsiuni ale ofertei şi, deci, frânează creşterea economică la scară mondială.

Pe lângă aceste efecte negative, mai trebuie adăugat că — în mod paradoxal — speculaţiile pot fi mai mari în regim de cursuri fixe, decât în regim de cursuri flexibile. Într-adevăr, pentru a face speculaţii în regim de cursuri fixe, este suficient ca operatorii să observe decalajul din ce în ce mai mare care există între cursul oficial şi cursul de piaţă, adică, la urma urmelor, nivelul de curs rezultat din realitatea economică. Dacă acest decalaj este mare, este absolut raţional să se creadă că, mai devreme sau mai târziu, va avea loc o devalorizare şi, deci, să se încerce să se profite de aceasta.

Mai mult, atunci când, în sfârşit, devalorizarea se produce, deşi urmăreşte restabilirea echilibrelor, aceasta are, în prima fază, un efect invers celui dorit (curba J).

În regim de cursuri flexibile, prin faptul că stimulează exporturile şi frânează importurile, deprecierea treptată a monedei naţionale permite o reechilibrare progresivă a balanţei plăţilor externe. În ceea ce priveşte speculaţiile, acestea sunt fie descurajate, fie transformate într-un factor de reechilibrare.

Rezultă că flexibilitatea cursului de schimb transformă această variabilă economică într-un important mijloc de reglare a economiei. Aceasta, deoarece un curs de schimb îndeplineşte două funcţii:

1) funcţia de amortizor;

2) funcţia de revelator.

1) *Funcţia de amortizor constă în stoparea sau atenuarea procesului de transmitere a dezechilibrelor monetare de la o ţară la alta.*

Într-un sistem monetar internaţional bazat pe cursuri fixe, dezechilibrele monetare se transmit de la o ţară participantă la alta. După cum am arătat, această contagiune a constituit unul din factorii importanţi care au provocat criza şi apoi abandonarea sistemului de la Bretton Woods[1].

Într-adevăr, în acest sistem, pentru fiecare din monedele participante, s-a stabilit un curs fix faţă de dolarul american, care era singura monedă convertibilă în aur, la o paritate, care, de asemenea, era fixă (35$ uncia de aur). În aceste condiţii, dacă oferta de dolari creşte mai repede decât cererea, rata inflaţiei din SUA creşte, iar dolarul se depreciază faţă de celelalte monede participante. Pentru a respecta principiul fixităţii cursurilor, băncile centrale din ţările partenere trebuie să cumpere dolari depreciaţi, sporind, în modul acesta, cererea faţă de moneda americană şi, deci, făcând să îi crească valoarea. Însă, procedând în modul acesta, băncile centrale respective emit propria lor monedă naţională într-o cantitate echivalentă cu cantitatea de dolari cumpărată, ceea ce face ca inflaţia din SUA să se transfere în celelalte ţări participante.

Pe de altă parte, dolarii depreciaţi fiind convertibili în continuare în aur, cererile de convertire în aur a stocurilor de dolari deţinute de băncile centrale fac ca rezervele de aur americane să se diminueze foarte mult, ajungând mai devreme sau mai târziu la nivelul la care convertibilitatea în aur a dolarului nu mai poate fi asigurată, trebuind, deci, să fie abandonată. Iar aceasta înseamnă, de fapt, desfinţarea sistemului monetar internaţional bazat pe principiile respective.

În regim de cursuri flotante, creşterea masei monetare într-o anumită ţară nu mai are efect de contagiune. Dimpotrivă, într-un sistem monetar internaţional bazat pe un asemenea regim, cursurile de schimb servesc ca amortizor ce permite absorbţia şocurilor asimetrice. Astfel, dacă, dintr-un motiv sau altul, masa monetară creşte într-o anumită ţară, moneda respectivă se

[1] — A se vedea cap. III §6.3 *supra*.

depreciază, ceea ce are efectele reglatoare cunoscute; în caz contrar, moneda se apreciază, ceea ce, de asemenea, are efectele reglatoare cunoscute. Ca urmare, politicile monetare ale diverselor ţări pot fi independente unele de altele (efectul de "insularizare").

2) *Funcţia de revelator constă în informaţiile pe care le oferă nivelul şi evoluţia cursului de schimb.*

Faptul că, în pofida calităţilor sale, regimul cursurilor flotante este aplicat totuşi cu reticenţă se explică prin două motive complementare.

Primul este, fără îndoială, faptul că un curs format în mod liber reflectă o anumită judecată a comunităţii internaţionale cu privire la politica economică a autorităţilor din ţara respectivă. În plus, această judecată rezultă dintr-o examinare continuă şi impersonală.

Or, guvernanţii nu au interesul ca judecata respectivă să fie cunoscută de marele public. Căci, după cum arată teoria deciziilor publice (*A Public Choice Theory*), politica economică este adesea un compromis (*trade-off*) între diverse grupuri de presiune, iar acest compromis poate duce la o politică economică favorabilă anumitor grupuri de presiune, însă defavorabilă restului populaţiei[1]. Oamenii politici doresc să beneficieze tot timpul de sprijinul grupurilor de presiune pe care le servesc, dar fără ca acest lucru să fie cunoscut de public, deoarece aflarea adevărului i-ar putea costa pierderea voturilor electoratului. Or, evoluţia cursului de schimb este o modalitate de a învedera acest compromis şi nu este deloc surprinzător faptul că politicienii doresc să împiedice această dezvăluire.

Al doilea motiv este legat de funcţia de „ţap ispăşitor", pe care cursul fix o poate îndeplini. Într-adevăr, invocând pretextul fixităţii acestuia, guvernanţii îşi pot justifica eşecurile din politica economică: conform discursului lor, nu sunt ei responsabili de politica economică pe care o duc, ci aceasta este impusă de obligaţia respectării regimului de cursuri fixe. Este vorba, aşadar, despre o strategie care permite eludarea răspunderii, ceea ce, în pofida slabelor rezultate economice obţinute de guvernanţi, poate uşura realegerea lor.

Având în vedere eşecul regimului cursurilor fixe şi modernizarea recentă a pieţelor financiare, revenirea în viitorul previzibil la un asemenea regim general — de genul celui existent în lume în cadrul sistemului monetar internaţional de la Bretton Woods — pare, la ora actuală, extrem de improbabilă. În prezent, şi,

[1] — A se vedea cap. IX §4.1.1 *supra*.

probabil, aşa va fi şi în viitorul imediat, majoritatea ţărilor lumii practică diverse forme de flotare impură, ceea ce înseamnă că mecanismele de formare a cursurilor de schimb sunt teoretic libere, însă autorităţile monetare intervin sporadic pentru a corecta variaţiile cursurilor valutare pe care le consideră indezirabile. Aceste intervenţii sunt nesistematice şi adesea neformalizate, spre deosebire de cele realizate în regim de cursuri fixe, care erau desfăşurate în conformitate cu procedurile stabilite de FMI.

Cu toate acestea, şi în prezent, guvernatorii băncilor centrale continuă să se întâlnească din când în când în diverse genuri de reuniuni (Grupul celor 7, Grupul celor 10, Comitetul monetar şi financiar internaţional[1] etc.) şi să încerce să se pune de acord cu privire la intervenţiile pe care urmează să le efectueze pe pieţele valutare. Se pare că tentaţia unor asemenea acţiuni este, în continuare, puternică, însă rezultatele obţinute nu sunt pe măsura energiilor care se cheltuiesc cu organizarea şi desfăşurarea lor. Căci, în pofida globalizării, ţările lumii au viziuni economice diferite, ceea ce explică, probabil, faptul că reuniunile organismelor amintite sunt destul de rare şi de puţin mediatizate.

[1] — „Comitetul monetar şi financiar internaţional" este un organism constituit în cadrul FMI, a cărui sarcină este avizarea principalelor decizii care urmează a fi adoptate. Este format din 24 de membrii (guvernatorii băncilor centrale sau miniştrii de finanţe ai principalelor state membre).

XIV. MONEDA ŞI PRODUCŢIA

Moneda influenţează volumul producţiei şi alte mărimi economice reale prin acţiunea pe care o exercită asupra diverselor genuri de preţuri, precum şi pe alte căi mai mult sau mai puţin directe. Într-o manieră implicită şi incidentă, problema acţiunii factorului monetar asupra mărimilor economice reale fost deja abordată în capitolele anterioare, însă este necesară acum reluarea şi prezentarea sa sistematică. Căci, rolul factorului monetar în economie constituie, fără îndoială, problema esenţială de care se ocupă economia monetară ca disciplină economică.

Modalităţile de acţiune a monedei asupra variabilelor reale permit integrarea fenomenelor reale şi monetare într-o viziune unitară asupra modului de funcţionare a economiei.

Pe lângă această integrare internă, moneda joacă, de asemenea, un anumit rol în integrarea economiilor naţionale la nivel internaţional. Într-adevăr, prin faptul că permite dezvoltarea schimbului, moneda este un factor care influenţează creşterea economică a unei anumite ţări; pe de altă parte, prin sistemele monetare internaţionale cărora le dă naştere, moneda realizează integrarea mondială a economiilor naţionale. După cum am arătat, sistemele monetare au cunoscut în cursul timpului numeroase avataruri, iar în prezent, în cazul Europei, au evoluat spre crearea unei uniuni monetare (UEM)[1].

În cazul în care cantitatea de monedă existentă în circulaţie nu influenţează nivelul producţiei, moneda este neutră. Într-adevăr, într-un cadru de analiză în care mărimile reale nu sunt influenţate de nivelul general al preţurilor, teza neutralităţii monedei rezultă din legătura cauzală evidenţiată de teoria

---

[1] - Cf. cap. III §8 *supra*.

BCU "LUCIAN BLAGA" UNIVERSITY LIBRARY

cantitativă: conform acestei teorii, deşi creşterea masei monetare determină creşterea nivelului general al preţurilor, aceasta din urmă nu modifică volumul fizic al producţiei.

În alte contexte teoretice, analiza evidenţiază însă existenţa a diverse mecanisme prin care moneda influenţează volumul producţiei. În general, există trei modalităţi principale de integrare a fenomenelor reale şi monetare:

1) prin acţiunea ratei dobânzii;

2) prin efectul disponibilităţilor băneşti reale;

3) prin procesul de finanţare.

1. Neutralitatea monedei

Sintagma „neutralitatea monedei" desemnează absenţa influenţei monedei asupra economiei reale. Această expresie a fost introdusă în ştiinţa economică relativ recent, fiind atribuită, de obicei, lui F. Hayek[1], deşi acesta arată că a preluat-o, de fapt, de la K. Wicksell[2]. Cu toate acestea, ideea pe care o sintetizează sintagma amintită este veche şi amplu dezbătută de economişti.

În cursul timpului, teza neutralităţii monedei a fost exprimată în forme diferite, în funcţie de problemele majore de care s-a ocupat ştiinţa economică în diverse epoci istorice. Astfel, ocupându-se de problema creşterii economice, autorii clasici consideră că, pe termen lung, moneda este neutră. La rândul lor, economiştii neoclasici preiau această idee, fundamentând-o însă prin analiza caracteristicilor stării de echilibru economic general. În fine, teza neutralităţii monedei se regăseşte la monetarişti, care o explică prin procesul de formare a anticipaţiilor.

1.1. Legea lui Say

„Legea lui Say" sau „legea debuşeelor automate" afirmă că „vălul monetar nu face decât să mascheze realitatea schimburilor şi că bunurile se schimbă

---

[1] - Hayek F., *Prices and Production*, ed.cit.

[2] - Wicksell K., *Interest and Prices*, ed.cit.

unele pe altele, servindu-şi mutual drept debuşee"[1]. Această lege, exprimată de Keynes prin formula: „oferta îşi creează propria sa cerere"[2], a fost însuşită de toţi economiştii clasici englezi, cu excepţia lui T. Malthus.

Ideea de mai sus a fost enunţată în epoca războaielor napoleoneene, în contextul primei mari dezbateri cu privire la originea crizelor economice. În ceea ce îl priveşte, Say s-a opus celor care se plângeau de „raritatea banilor", argumentând că intreprinzătorii pot continua să producă, fără a se teme de o supraproducţie generală, deoarece oferta sporită de mărfuri determină creşterea veniturilor distribuite în economie sub formă de salarii, profituri etc., ceea ce permite formarea unei cereri solvabile corespunzătoare. Crizele nu sunt provocate, deci, de o cantitate de monedă insuficientă, ci de prelevările fiscale exagerate ale statului, deoarece „impozitul este o amendă pentru faptul de a produce, adică pentru faptul care permite existenţa societăţii"[3].

Acest context istoric, care, după cum arată T. Sowell[4], este ignorat adesea în referinţele moderne la legea lui Say, explică domeniul de valabilitate al tezei neutralităţii monedei în concepţia clasică: evoluţia economiei pe termen mediu şi lung.

Astfel, într-o scrisoare adresată tot lui Malthus, Ricardo îi reproşează şi el că are în vedere efectele temporare şi imediate ale schimbărilor punctuale care au loc în economie, pe când el, Ricardo, neglijează complet efectele respective, fixându-şi atenţia asupra stărilor de lucruri permanente, cărora schimbările respective le dau naştere[5]. În ceea ce îl priveşte, Malthus admite că supraproducţia nu poate fi permanentă şi că problema nu este de a şti dacă aceasta este permanentă sau temporară, ci dacă este una generală sau specifică[6].

Resituată în perspectiva pe termen mediu şi lung în care a fost formulată de clasici, legea lui Say are acelaşi sens ca şi unele demersuri moderne efectuate în cadrul analizei creşterii economice, care învederează rolul pe care îl au în acest proces factorii de producţie, progresul tehnic şi calitatea instituţiilor. Căci, la fel

---

1 - Say J. B., *Traité d'économie politique, ou simple exposition de la manière dont se forment les richesses*, 1803, cap. 15, în: Mouchot C., (ed.), *Oeuvres complètes de Jean-Baptiste Say*, Economica, 2006.

2 - Keynes J., *Teoria generală a folosirii mîinii de lucru, a dobînzii şi a banilor*, ed.cit., p. 55.

3 - Cf. scrisorii a treia către Malthus (Say J. B., *Lettres a M. Malthus sur différents sujets économie politique, notamment sur les causes de la stagnation générale du commerce*, Bossange, 1820, în: Mouchot C., *Oeuvres complètes de Jean-Baptiste Say*, ed.cit.).

4 - Cf. Sowell T., *Say'Law. An Historical Analysis*, Princeton University Press, 1972.

5 - Apud. Marchal J., Lecaillon J., *Theorie des Flux Monetaires*, Cujas, Paris, 1967, p. 34.

6 - Malthus T., *Definitions in Political Economy*, J. Murrary, London, 1827.

ca teoriile moderne ale creşterii economice, această lege relevă existența unui proces de realizare a echilibrului economic care necesită timp pentru a se putea desfăşura, nu existența unei stări de echilibru permanent.

1.2. Neutralitatea monedei în modelul walrasian de echilibru economic

Ideea neutralității monedei îşi schimbă statutul epistemologic, devenind o consecință a analizei echilibrului piețelor, prin lucrarea lui L. Walras: *„Elements d'economie politique pure"* (1874), care expune pentru prima dată teoria neoclasică a echilibrului general. Această consecință a analizei respective este valabilă într-un univers economic caracterizat prin informare perfectă şi prin absența „iluziei monetare". Cu alte cuvinte, este vorba despre o caracteristică ce se manifestă într-o lume în care comportamentele agenților economici depind de valoarea reală, nu nominală a mărimilor economice.

În modelul walrasian, absența „iluziei monetare" se reflectă prin forma şi celelalte proprietăți ale funcțiile de cerere şi de ofertă de bunuri. Variabile acestor funcții sunt reprezentate de prețurile relative.

Astfel, într-o economie în care există *n-1* bunuri, cel de-al *n*-lea bun fiind moneda, aceste funcții sunt:

$$C_i = C\left(\frac{P_1}{P}, \frac{P_2}{P}, ..., \frac{P_{n-1}}{P}\right) \quad (1)$$

$$O_i = O\left(\frac{P_1}{P}, \frac{P_2}{P}, ..., \frac{P_{n-1}}{P}\right) \quad (2)$$

$$i = 1,2,...,n-1$$

unde:

$P_1, P_2, ..., P_{n-1}$ – prețurile absolute (monetare) ale celor *n-1* bunuri;

P — nivelul general al prețurilor;

$\frac{P_1}{P}, \frac{P_2}{P}, ..., \frac{P_n}{P}$ - prețurile relative.

În situația de echilibru, numită adesea „egalitatea Say" — prin referire la amintita lege enunțată de acesta — excedentul de cerere de pe fiecare din cele *n-1* piețe este nul:

$$C_i - O_i = f\left(\frac{P_1}{P}, \frac{P_2}{P}, ..., \frac{P_{n-1}}{P}\right) = 0, \forall i. \quad (3)$$

În relația (3), funcția f este omogenă de gradul zero. Se ştie că omogenitatea de gradul m a unei funcții înseamnă că, dacă se înmulțesc toate variabilele funcției respective cu un coeficient λ, valoarea funcției se înmulțeşte şi ea cu λ^m.

Într-adevăr, avem:

$$f\left(\frac{\lambda \cdot P_1}{\lambda \cdot P}, \frac{\lambda \cdot P_2}{\lambda \cdot P}, ..., \frac{\lambda \cdot P_{n-1}}{\lambda \cdot P}\right) = \lambda^0 \cdot f = 0 \quad (4)$$

Relația (4) arată că, dacă prețurile cresc, de exemplu, de cinci ori ($\lambda = 5$), echilibrul real al economiei nu se modifică. Acest „postulat de omgenitate", este, de fapt, expresia matematică a ipotezei absenței „iluziei monetare". Consecința sa este că echilibrul real nu depinde de nivelul general al prețurilor.

Problema pe care o pune Walras este calcularea cantităților de bunuri tranzacționate şi a prețurilor care permit egalizarea cererii şi ofertei având ca obiect bunurile respective. Deoarece cantitățile de bunuri oferite pe piață depind direct proporțional de prețuri, iar cantitățile de bunuri cerute pe piață depind invers proporțional de prețuri, din punct de vedere formal, problema constă în rezolvarea următorului sistem de ecuații:

$$C_i - O_i = 0 \quad (5)$$

În cazul a n-1 bunuri şi, deci, a n-1 piețe, există $2(n-1)$ ecuații de cerere şi de ofertă şi $2(n-1)$ necunoscute (n-1 cantități de bunuri şi n-1 prețuri), iar, ca urmare, Walras deduce că un asemenea sistem, conținând un număr de necunoscute egal cu numărul de ecuații, este matematic determinat şi, deci, are soluție[1].

Astfel, pentru a determina prețul fiecărui bun, P_i, este necesar să se calculeze nivelul general al prețurilor, adică prețul relativ al monedei în raport

[1] - Se ştie însă din matematică că chiar şi un sistem de două ecuații cu două necunoscute poate să nu aibă soluție sau să aibă o infinitate de soluții. De aceea, demonstrarea existenței unei soluții la această problemă (numită „problema echilibrului general") a rămas multă vreme deschisă, în pofida eforturilor remarcabile de a o soluționa, depuse de unii mari economişti, cum ar fi, G. Cassel sau L. Walras. Problema va fi soluționată abia în 1953, prin contribuțiile lui K. Arrow şi G. Debreau.

cu bunurile. Această mărime economică este determinată de condiția de echilibru a pieței monetare, însă, deoarece Walras presupune că oferta totală (bunuri+monedă) este identică cu cererea totală (bunuri+monedă), nivelul general al prețurilor este *a priori* nedeterminat.

Într-adevăr, această identitate, cunoscută sub denumirea de „legea lui Walras", rezultă din afirmația că o ofertă de bunuri corespunde unei cereri de monedă, iar o cerere de bunuri corepunde unei oferte de monedă.

În mod formal, această idee se exprimă astfel:

$$\sum_{i=1}^{n-1} P_i O_i + M_o = \sum_{i=1}^{n-1} P_i + M_c \qquad (6)$$

Or, din relațiile (3) şi (4) rezultă:

$$M_o = M_c \qquad (7)$$

Relația (7) arată că piața monetară este în mod necesar echilibrată, oricare ar fi nivelul general al prețurilor, care, de aceea, este nedeterminat.

Pentru a elimina această nederminare, Walras utilizează teoria cantitativă, care — în varianta consacrată a ecuației de la Cambridge — afirmă că nivelul general al prețurilor, *P*, este determinat de cantitatea de monedă existentă, *M*. Ca urmare, analiza walrasiană este dihotomică, în sensul că, în cadrul acestui demers, prețurile relative de echilibru sunt determinate de sectorul real, pe când nivelul general al prețurilor (prețurile absolute) este determinat de sectorul monetar. Cu alte cuvinte, moneda „monetizează" sectorul real, dar fără a-l încorpora; ea este neutră, deoarece nivelul general al prețurilor nu influențează mărimile economice reale.

Combinarea legii lui Say, a legii lui Walras şi a teoriei cantitative, specifică analizei walrasiene, este, deci, contradictorie. Această contradicție, cunoscută în literatură sub denumirea de „dihotomia clasică", a fost fost semnalată de O. Lange[1] şi precizată de D. Patinkin[2] şi de G. Archibald şi R. Lipsey[3]. Esența sa

---

[1] - Lange O., *Say's Law: A Restatement and Criticism*, în: Lange O. et al., (edits.), *Studies in Mathematical Economics*, 1942.

[2] - Patinkin D., *Money, Interest and Prices*, ed. cit.

[3] - Archibald G., Lipsey R., *Monetary and Value Theory: A Critique of Lange and Patinkin*, The Review of Economic Studies, 26(1), 1958, p. 1-22.

rezidă în existenţa în cadrul aceluiaşi sistem teoretic a două ecuaţii ale cererii de monedă incompatibile una cu alta: o ecuaţie dedusă din legea lui Walras — în care cererea de monedă este asimilată cu oferta de bunuri, la fel ca în analiza bazată pe conceptul de „constrângere bugetară", şi o altă ecuaţie — dedusă din ecuaţia de la Cambridge, în care cererea este legată de venitul global prin coeficientul marshallian, k.

Formal, această contradicţie, căci despre o contradicţie este vorba, poate fi evidenţiată astfel:

Conform legii lui Walras, dezechilibrul (cererea excedentară) de pe piaţa monedei, $E_M = M_o - M_c$, este creat de un dezechilibru invers (oferta excedentară) de piaţa bunurilor:

$$E_M = \sum_{i=1}^{n-1} P_i C_i - \sum_{i=1}^{n-1} P_i O_i \tag{8}$$

Deoarece funcţiile de cerere şi de ofertă, $C = f_C$ şi $O = f_O$, sunt omogene de gradul zero, relaţia (8) poate fi adusă în formele de mai jos:

$$E_M = \sum P_i \cdot C\left(\frac{P_i}{P}\right) - \sum P_i \cdot O\left(\frac{P_i}{P}\right) \tag{9}$$

$$E_M = \sum P_i \left[C\left(\frac{P_i}{P}\right) - O\left(\frac{P_i}{P}\right) \right] \tag{10}$$

Multiplicând toate preţurile cu un coeficient, λ, rezultă:

$$\sum \lambda P_i \left[C\left(\frac{\lambda P_i}{\lambda P}\right) - O\left(\frac{\lambda P_i}{\lambda P}\right) \right] = \lambda \sum P_i \left[C\frac{P_i}{P} - O\frac{P_i}{P} \right] = \lambda \cdot E_M \tag{11}$$

Se observă că legea lui Walras conduce la definirea unei funcţii a cererii excedentare de monedă, E_M, care este omogenă de gradul unu în raport cu preţurile, P_i. Căci, înmulţind aceste preţuri cu λ, cererea de monedă excedentară, E_M, se înmulţeşte şi ea cu λ. Însă, conform ecuaţiei de la Cambridge, funcţia cererii de monedă excedentare nu este omogenă, deoarece este egală cu diferenţa dintre, pe de o parte, oferta de monedă, M_o, presupusă a fi o mărime dată şi, deci, omogenă de gradul zero în raport cu preţurile, iar pe

de altă parte, cererea de monedă, $M_c = kPY$, care este omogenă de gradul unu în raport cu preţurile. Or, este evident că, în cadrul aceluiaşi sistem teoretic, funcţia cererii de monedă nu poate fi odată neomogenă (ecuaţia de la Cambridge), iar altă dată, omogenă de gradul unu (legea lui Walras).

Implicaţia economică a acestei contradicţii logice este următoarea:

Să presupunem că, în momentul iniţial, în economie există atât echilibru real, cât şi echilibru monetar (nominal). Să mai admitem că nivelul tuturor preţurilor se dublează, ceea ce nu modifică însă preţurile relative şi, deci, nu influenţează echilibrul real al economiei. Însă, conform legii lui Walras, sfera circulaţiei monetare trebuie să fie şi ea echilibrată; or, această cerinţă este în contradicţie cu teoria cantitativă, după care amintita dublare a preţurilor este determinată de dublarea ofertei de monedă.

Din punctul de vedere al istoriei gândirii economice, „dihotomia clasică" a fost eliminată prin redefinirea noţiunii de „funcţie a cererii de monedă". Această revizuire s-a realizat totuşi fără ca teza neutralităţii monedei să fi fost complet abandonată. Astfel, teza amintită se regăseşte în analizele lui M. Friedman şi ale reprezentanţilor „noii macroeconomii clasice", unde se întemeiază pe analiza modernă a modului de formare a anticipaţiilor agenţilor economici.

1.3. Neutralitatea monedei şi anticipaţiile

Teza neutralităţii monedei a fost mult timp contestată prin evidenţierea contradicţiilor analizei walrasiene şi prin dezvoltarea unor abordări integraliste. Ulterior, această teză a fost însă reabilitată de către curentul monetarist.

Reabilitare tezei neutralităţii nu s-a mai putut însă realiza pe baza analizei walrasiene dihotomice, ci a necesitat o logică revizuită. În acest nou cadru logic, sensul ideii a rămas acelaşi, însă condiţiile sale de valabilitate s-au modificat foarte mult: moneda nu este neutră prin însăşi natura sa, ci este „neutralizată" prin faptul că, în deciziile lor actuale, agenţii economici iau în considerare viitorul. Altfel spus, factorul de care depinde caracteristica de neutralitate a monedei este reprezentat de anticipaţiile agenţilor economici.

În ceea ce priveşte domeniul de valabilitate al tezei neutralităţii, acesta depinde de modul de formare a anticipaţiilor. Astfel, dacă se presupune că anticipaţiile se formează în manieră adaptivă, moneda este neutră doar pe

termen lung; însă, dacă se consideră că anticipaţiile sunt raţionale, neutralitatea se manifestă inclusiv pe termen scurt.

1.3.1. Anticipaţiile adaptive şi neutralitatea pe termen lung

În analiza friedmaniană a venitului monetar, moneda nu este neutră într-o perspectivă pe termen scurt. Cu toate acestea, pe termen lung, moneda este neutră, iar aceasta nu numai pentru că datele statistice arată că rata de creştere a producţiei nu se corelează cu rata de creştere a masei monetare, ci şi din raţiuni analitice. Astfel, în cadrul analizei relaţiei „inflaţie–şomaj", Friedman arată că, pe termen scurt, din cauza erorilor pe care agenţii economici le comit în anticipaţiile lor cu privire la preţuri, ($\pi^a < \pi$), rata şomajului efectiv poate fi mai mică decât rata şomajului natural. Însă, pe termen lung, aceste erori se corectează prin procesul de formare a anticipaţiilor adaptive. Ca urmare, pe termen mediu şi lung, se ajunge în situaţia: $\pi^a = \pi$, ceea ce face ca forma curbei Phillips să fie o dreaptă verticală, iar rata şomajului efectiv observată să devină egală cu rata şomajului natural, care nu depinde decât de factorii reali şi structurali ai economiei. Cu alte cuvinte, deoarece constituie un proces de învăţare din greşeli, anticipaţiile adaptive permit, pe termen lung, eliminarea „iluziei monetare" provocate de anticipaţiile iniţiale eronate.

În concluzie, deşi, în analiza friedmaniană, inflaţia este întotdeauna un fenomen monetar, în cazul în care anticipaţiile cu privire la preţuri sunt corecte — condiţie a cărei îndeplinire este asigurată, pe termen lung, de ipoteza anticipaţiilor adaptive — moneda este neutră.

Interpretarea friedmaniană a tezei neutralităţii monedei este contrazisă totuşi de situaţia în care autorităţile duc o politică monetară discreţionară, susceptibilă să provoace o inflaţie accelerată. Căci, o asemenea conduită a politicii monetare poate face ca anticipaţiile agenţilor economici, presupuse a fi de tip adaptiv şi, deci, dependente doar de parametrii actuali şi anteriori ai evoluţiei preţurilor, să se dovedească greşite. Însă, în ipoteza că anticipaţiile sunt raţionale, această limită — care, ca natură, este una mai degrabă una teoretică, decât practică — este depăşită.

1.3.2. Anticipațiile raționale şi neutralitatea pe termen scurt

Introducerea ipotezei anticipațiilor raționale într-un cadru analitic neowalrasian permite, într-adevăr, evidențierea caracterului neutral al monedei chiar şi pe termen scurt. Această caracteristică depinde însă de măsura în care variațiile masei monetare sunt anticipate de agenții economici.

Astfel, reprezentanții „noii macroeconomii clasice" (J. Muth, R. Lucas, T. Sargent, N. Walace etc.) arată că, în cazul anticipațiilor raționale, agenții economici ştiu că influența variațiilor masei monetare se exercită asupra mărimilor reale doar în mod temporar şi că, în particular, prețurile relative vor reveni la nivelul lor de echilibru inițial. Ca urmare, ei nu vor suferi de „iluzia monetară" şi nu îşi vor schimba comportamentele, ceea ce face ca echilibrul real să rămână nemodificat.

Consecința practică a neutralității pe termen scurt a monedei este ineficacitatea politicii monetare în ceea ce priveşte realizarea oricăror obiective referitoare la economia reală. Iar aceasta, chiar dacă, în condiții de informare imperfectă, agenții economici pot comite greşeli de apreciere cu privire la variațiile cantității de monedă. Căci, în ipoteza anticipațiilor raționale, aceste erori sunt, prin definiție, aleatoare şi, deci, susceptibile de a fi corectate cu timpul. Ca urmare, doar o politică monetară discreționară, de natură să producă „surprize" repetate, poate face ca anticipațiile să înceteze să mai fie raționale şi, deci, poate fi susceptibilă să confere monedei un caracter activ (non-neutral). Se pune, însă, pe bună dreptate, întrebarea în ce măsură o asemenea politică mai este cu adevărat o „politică", adică o acțiune rațională din partea autorităților.

Aceste concluzii „tari" sunt deduse din ipotezele la fel de „tari" ale teoriei anticipațiilor raționale şi, de aceea, trebuie considerate mai degrabă ca fiind rezultatul unor cercetări cu privire la condițiile de realizare ale neutralității monedei, decât ca o demonstrație a existenței reale a acestei caracteristici.

Astfel, dacă obținerea de informații implică anumite costuri, se poate dovedi că este cât se poate de rațional ca agenții economici să-şi formuleze anticipațiile pe baza observațiilor anterioare, ceea ce permite regăsirea rezultatelor obținute prin analiza efectuată în termeni de anticipații adaptive[1].

[1] - Feige E., Pearce D., *Economically Rational Expectations: Are Innovations in the Rate of Inflation Independent of Inovations in Measures of Monetary and Fiscal Policy*, Journal of Political Economy, June, 1976.

De asemenea, dacă preţurile nu au capacitatea de a se adapta instantaneu la nivelul de echilibru, aşa cum se presupune în modelul walrasian[1], în economie apar situaţii temporare de non-neutralitate. De aceea, explicarea acţiunii monedei asupra mărimilor reale rămâne o problemă deschisă.

2. Acţiunea prin rata dobânzii

Ideea integrării monedei în universul economic prin intermediul procesului de formare şi de acţiune a ratei dobânzii a fost introdusă în ştiinţa economică de economistul suedez K. Wiksell[2]. Pornind de la studiul evoluţiei pe termen lung a preţurilor şi de la critica teoriei cantitative, acesta îşi fundamentează demonstraţia pe existenţa unui ecart între rata dobânzii „naturală" şi rata dobânzii „monetară". Ecartul respectiv generează procese de substituire cumulative, care duc, în final, la modificarea evoluţiei economiei reale.

In prima etapă, consecinţele pe care ecartul dintre cele două tipuri de rate le are asupra sectorului real au fost analizate pe larg de F. Hayek[3] şi de J. Keynes[4], care au elucidat mecanismele de transmisie respective. Astfel, Hayek a studiat efectele amintitei distorsiuni asupra structurii producţiei, iar Keynes a analizat efectele ecartului respectiv asupra nivelului venitului global. Deşi abordările celor doi mari economişti sunt diferite şi chiar opuse, Hayek şi Keynes au preluat şi unul şi altul contribuţiile lui Wicksell, care constituie, în cazul ambilor autori menţionaţi, principalul punct de pornire pentru propriul lor demers.

Într-o a doua etapă, mai ales prin opera lui M. Friedman şi prin celelalte contribuţii ale monetariştilor la studiul mecanismului de transmisie, variaţiile ratei dobânzii şi efectele de substituire generate de aceste oscilaţii au devenit o modalitate specifică de integrare a sectorului real şi a sectorului monetar. În modul acesta, în ştiinţa economică modernă, integrarea monedei prin

---

[1] - În modelul walrasian, echilibrul se stabileşte printr-un proces de tatonare: toate actele de cerere şi de ofertă ajung instantaneu la un „comisar al preţurilor", care stabileşte şi afişează imediat preţurile de echilibru. Piaţa este, deci, perfectă, furnizând informaţii corecte tuturor participanţilor.

[2] - Wicksell K., *Interest and Prices*, ed.cit.

[3] - Hayek F., *Prices and Production*, ed. cit.

[4] - Keynes J., *Teoria generală a folosirii mîinii de lucru, a dobînzii şi a banilor*, ed.cit.

intermediul analizei acțiunii ratei dobânzii nu se mai limitează la prezentarea efectelor de substituire, ci rezultă, de asemenea, din analiza efectelor patrimoniale (*wealth effects*), pe care variațiile ratei dobânzii le exercită asupra mărimii averilor agenților economici.

2.1. Ecartul dintre rata dobânzii naturală şi rata rata dobânzii monetară

„Efectul Wiksell" — analizat în cap. XII §2.2.1 *supra* — explică ecartul dintre rata naturală (normală) a dobânzii şi rata monetară (efectivă) prin comportamentul băncilor în ceea ce priveşte acordarea de credite. Conform concepției cu privire la rata dobânzii elaborate de Böhm-Bawerk, pe care Wiksell a cunoscut-o cu ocazia cursurilor pe care le-a audiat, în 1887, la Viena, *rata „naturală" — denumită rata „normală" în lucrările sale de după 1906 — este rata randamentului aşteptat la capitalul investit, pe cînd rata „monetară" este rata dobânzii efectiv practicată de bănci pentru creditele acordate în formă bănească.*

Am arătat că, în concepția lui Wickesll, în cazul în care băncile stabilesc o rată efectivă mai mică decât rata naturală, în economie apare o creştere a prețurilor[1]. Această creştere este provocată de faptul că, deoarece costul creditului este mai redus decât randamentul aşteptat al capitalului, producătorii sunt stimulați să-şi sporească investițiile, ceea ce duce la creşterea cererii de mijloace de producție. Însă, acest proces de creştere a prețurilor nu constă într-o creştere uniformă a prețurilor diverselor bunuri, iar, ca urmare, are loc o modificare a structurii prețurilor relative.

Modificarea structurii prețurilor relative, a cărei primă formă de manifestare este amintitul ecart al ratelor dobânzii, generează anumite efecte de substituire, ce se concretizează prin modificarea comportamentelor investitorilor şi prin consecințele asupra sectorului real ce decurg de aici. Aceste consecințe sunt descrise de Wicksell, însă nu sunt esențiale pentru analiza sa, căci principalul obiect al acesteia este evoluția prețurilor[2].

De aceea, prin prisma problemei discutate aici, relevanță are un alt fapt, şi anume că, potrivit lui Wicksell, creşterea prețurilor poate fi neutralizată într-o anumită măsură de creşterea producției. Un asemenea fenomen are loc, de

---

1 - Cap. XII §2.2.1 *supra*.

2 - Wickesll K., *Lectures on Political Economy*, Routledge and Kegan Paul, 1935 (1906), vol. II, p. 195.

exemplu, atunci când, anterior, în economie a existat şomaj, iar creşterea salariilor duce la creşterea timpului de muncă. De asemenea, fenomenul amintit se produce în cazul în care diferenţa dintre capacităţile de producţie şi producţia efectiv realizată este foarte mare.

Măsura în care are loc creşterea investiţiilor, adică creşterea producţiei şi, deci, neutralizarea creşterii preţurilor, depinde de volumul economiilor pe care le fac membrii societăţii, iar pentru a spori aceste resurse de finanţare a investiţiilor, Wicksell nu exclude forţarea economisirii. Astfel, după acest autor, o cale de a realiza economii forţate este impunerea de restricţii asupra consumului persoanelor ale căror venituri sporesc în urma creşterii iniţiale a preţurilor.

Această măsură de politică economică — destul de stranie la un economist cunoscut şi combătut pentru poziţiile sale politice liberale, şi care, în general, condamnă intervenţia statului în economie — ilustrează o caracteristică a analizei wicksellene menită totuşi să aibă succes, dar nu din punct de vedere practic, ci metodologic. Este vorba despre transpunerea analizei din planul echilibrului dintre cerere şi ofertă în planul echilibrului dintre economii şi investiţii. Această inovaţie metodologică, valorificată de Wicksell în analiza acţiunii ratei dobânzii, reprezintă o contribuţie ştiinţifică majoră a şcolii suedeze, care, prin lucrările lui G. Myrdal[1] din anii '30, a introdus în ştiinţa economică distincţia metodologică între echilibrul *ex ante* şi echilibrul *ex post*.

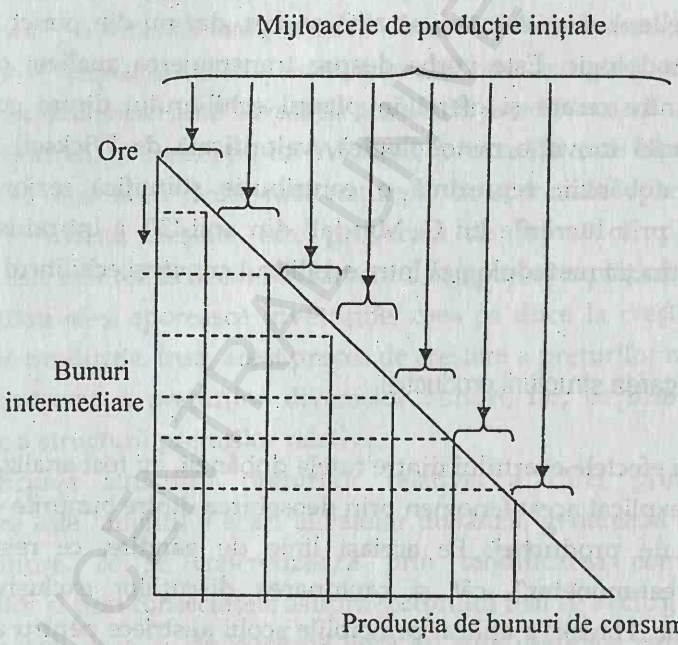
2.2. Modificarea structurii producţiei

Cauzele şi efectele ecartului dintre ratele dobânzii, au fost analizate încă de Mises, care a explicat acest fenomen prin deosebirea dintre bunurile de consum şi mijloacele de producţie[2]. Pe aceiaşi linie de gândire, ce respinge atât dihotomia „real-monetar", cât şi cantonarea discuţiilor exclusiv la nivel macroeconomic, Hayek[3] a aplicat principiile şcolii austriece pentru a evidenţia efectele reale ale creşterii masei monetare.

1 - Myrdal G., *Value in Social Theory: A Selection of Essays on Methodology*, Harper, 1958.
2 - Mises L., *The Theory of Money and Credit*, Liberty Press, Indianapolis, Indiana, 1980 (ed. 1, 1912).
3 - Hayek F., *Prices and Production*, ed. cit.

2.2.1. Concepția școlii austriece cu privire la procesul de producție

În concepția școlii austriece, principala cauză a variațiilor volumului producției (industriale) este modificarea metodelor de folosire a factorilor de producție. La rândul său, această schimbare este determinată nu atât de progresul tehnic, cât de creşterea sau scăderea duratei procesului de producție. Astfel, după cum explică Hayek, care se situează aici pe linia de gândire a lui Böhm-Bawerk, durata procesului de producție depinde de numeroasele etape intermediare în care mijloacele de producție (capitalul) sunt transformate treptat în bunuri de consum. După cum rezultă din figura nr. 1, cu cât aceste etape intermediare sunt mai numeroase şi mai lungi, procesul de producție durează mai mult, capitalul necesar este mai mare, iar cantitatea de bunuri de consum fabricate este şi ea mai mare.



Notă: „Mijloacele de producție inițiale" sunt reprezentate de muncă şi pământ. „Produsele intermediare" cuprind bunurile de echipament.

Figura nr. 1: Procesul de producție în concepția lui Hayek

Durata procesului de reproducţie, reprezentată pe latura verticală a triunghiului lui Hayek, defineşte structura producţiei căreia îi este asociat un anumit volum al capitalurilor angajate. Dacă repartizarea capitalurilor pe diverse etape intermediare este în aşa fel încât ratele randamentului aferente fiecărui stadiu se egalizează, degajându-se, astfel, o rată „naturală", această structură este echilibrată. Or, echilibrul structurii producţiei poate fi efectiv realizat, doar dacă voinţa de a angaja capitaluri, ce depinde de rata naturală şi, deci, de preţurile relative, dispune de posibilităţi de finanţare, adică de economii disponibile; aceste economii depind, la rândul lor, de rata dobânzii efective.

Rezultă că egalitatea între rata dobânzii naturală şi rata efectivă, echivalentă cu egalitatea între economiile disponibile şi investiţiile preconizate, asigură o structură de producţie echilibrată şi stabilă, astfel încât nu există variaţii ale preţurilor relative.

2.2.2. Oferta de monedă excedentară şi distorsionarea structurii producţiei

Distorsionarea structurii producţiei este determinată de modificarea raportului dintre cererea de mijloace de producţie şi cererea de bunuri de consum. Această modificare se poate produce fie ca urmare a unei variaţii a volumului economiilor disponibile, fie ca urmare a unei variaţii a ofertei de monedă.

În primul caz, creşterea volumului economiilor determină creşterea volumului investiţiilor, ceea ce duce la creşterea duratei procesului de producţie. Producţia suplimentară de bunuri de consum rezultată de aici determină scăderea preţurilor bunurilor respective, pe când preţurile mijloacelor de producţie cresc până în momentul în care această nouă structură de producţie îşi va regăsi starea de echilibru.

Spre deosebire de aceasta, în cazul al doilea, în care, pentru a creşte volumul creditelor pe care le acordă intreprinderilor, băncile scad rata dobânzii „monetare" sub nivelul ratei „naturale", investiţiile şi durata procesului de producţie cresc mai mult decât permit economiile disponibile. Ca urmare, echilibrul dintre producţia de bunuri de consum şi producţia de mijloace de producţie este rupt în detrimentul celei dintâi, ceea ce provoacă o economisire forţată, având în vedere că nivelul consumului este mai mic decât ar fi putut fi.

Rezultă că amintita creştere excesivă a investiţiilor este neraţională, deoarece efectele de substituire în favoarea producţiei mijloacelor de producţie determină creşterea preţurilor bunurilor de consum şi scăderea preţurilor bunurilor de echipament, ce sunt favorizate în mod artificial. Structura producţiei orientate spre mijloacele de producţie este, deci, inadecvată, deoarece devine mai puţin rentabilă, iar, după o perioadă mai lungă sau mai scurtă de euforie, reajustarea se va produce în mod brutal. În modul acesta, producţia se va reorienta spre bunurile de consum, investiţiile artificiale vor fi eliminate, iar reducerea capacităţilor de producţie va determina creşterea şomajului, care nu a fost diminuat decât temporar prin creşterea ofertei de monedă.

Rezultatul este acelaşi în cazul în care creşterea excesivă a investiţiilor este determinată de creşterea volumului creditelor de consum. Astfel, creşterea relativă a cererii de bunuri de consum, alimentată de creşterea creditelor acordate populaţiei, duce la creşterea preţurilor bunurilor respective, ceea ce face ca procesele de producţie cu durată scurtă, caracteristice fabricaţiei bunurilor de consum, să fie mai rentabile decât cele cu durată lungă. Ca urmare, producţia devine mai puţin orientată spre producţia de mijloace de producţie, însă transferul bunurilor intermediare (factorilor de producţie) de la procesele de producţie cu durată lungă spre cele cu durată scurtă nu se face aşa uşor. Modificarea structurii producţiei este însoţită, deci, de o subutilizare a factorilor de producţie, care anterior erau folosiţi în procesele de producţie cu ciclu lung de fabricaţie, iar acum nu pot fi absorbiţi de procesele cu ciclu scurt.

În concluzie, indiferent de modul de introducere în economie a cantităţii de monedă suplimentare aferente, creşterea volumului creditului peste volumul economiilor disponibile provoacă modificări ale structurii producţiei, care se abate de la structura de echilibru între producţia de mijloace de producţie şi producţia de bunuri de consum (de la echilibrul între investiţii şi economii). Este adevărat că o asemenea expansiune a creditului şi a masei monetare favorizează, într-o manieră temporară şi artificială, creşterea producţiei şi reducerea şomajului, însă, pe termen lung, amintita evoluţie dă naştere la ajustări inverse, de natură să corecteze neraţionalitatea investiţiilor. Aceste ajustări constituie adevărate crize imputabile acţiunii nefaste a autorităţilor monetare, ceea ce arată că teza neutralităţii monedei trebuie definitiv abandonată.

2.3. Incidenţele asupra venitului naţional şi şomajului

Inspirându-se şi el din analiza wickselliană a ecartului dintre rata dobânzii monetară şi rata normală, Keynes ajunge, în *„Teoria generală..."*, la o concluzie diametral opusă celei a lui Hayek, deoarece, pentru el *„lucrul cel mai avantajos pentru noi este deci de a reduce rata dobînzii în raport cu curba eficienţei marginale a capitalului pînă la punctul la care mîna de lucru va fi folosită pe deplin"*[1].

Această contradicţie între concluziile hayekiene şi cele keynesiene există în pofida fundamentelor lor wickselliene comune. Ea se explică, în principal, prin viziunea diferită a celor doi mari economişti cu privire la procesul de realizare a echilibrului economic.

Astfel, în timp ce, la Hayek, acest proces se realizează prin jocul mecanimului preţurilor, Keynes consideră că preţurile sunt rigide şi că ajustarea pieţelor se face prin cantităţi. Adoptând o abordare globală şi pe termen scurt, acesta din urmă învederează următoarele legături cauzale între variabilele macroeconomice:

Figura nr.2: Interacţiunea fenomenelor monetare şi reale în concepţia keynesiană

Această secvenţă — analizată prin prisma implicaţiilor sale asupra politicii monetare în cap. VII §2.2 *supra* — este de natură să ofere o viziune integratoare asupra fenomenelor reale şi monetare, însă este contrazisă de existenţa „capcanei monetare", în zona căreia imposibilitatea scăderii ratei dobînzii „neutralizează" acţiunea factorului monetar.

2.3.1. Fundamentele wickselliene ale analizei keynesiene

O caracteristică a stilului keynesian — constată deja în analiza cererii de monedă, denumită de Keynes „preferinţă pentru lichiditate" — este folosirea unor cuvinte noi pentru concepte vechi. Astfel, ceea ce Wicksell numeşte rata dobânzii „monetară" sau „efectivă" devine, la Keynes, rata dobânzii „pe termen scurt", în timp ce rata „naturală" sau „normală" devine „rata eficienţei

[1] - Keynes J., *Teoria generală a folosirii mîinii de lucru, a dobînzii şi a banilor*, ed.cit., p. 377.

marginale a capitalului". Ca urmare, ecartul dintre rata dobânzii „efectivă" şi rata „normală" este, la Keynes, un ecart între „rata dobânzii" şi „rata eficienței marginale a capitalului".

Însă, dincolo de aceaste inovații terminologice, mecanismele de integrare a sferei reale şi a sferei monetare rămân neschimbate. Astfel, în concepția keynesiană, rata dobânzii (monetară) se formează în sfera monetară, unde este determinată prin arbitrajul pe care agenții economici îl fac între monedă şi titluri. Această variabilă influențează volumul investițiilor printr-un proces global — ce presupune existența fictivă a unui „investitor colectiv" —, asemănător cu procesul decizional ce are loc în materie de investiții la nivel microeconomic. Acest proces microeconomic se desfăşoară în maniera descrisă de Fisher, conform căreia decizia de investiții se bazează pe compararea ratei randamentului extern (ratei dobânzii) cu rata randamentului intern (rata eficienței marginale a capitalului): dacă prima este mai mică decât cea de-a doua, se manifestă o cerere de bunuri de echipament, a cărei valoare rămâne pozitivă până în momentul în care are loc egalizarea celor două rate.

În acest context, variabila integratoare, ce realizează legătura dintre piața monetară şi piața bunurilor şi serviciilor, este rata dobânzii (monetară).

În ceea ce priveşte locul unde se desfăşoară acest proces de integrare, acesta rămâne formarea cererii de mijloace de producție, respectiv formarea funcției globale de investiții.

Rezultă că nici natura şi nici locul de realizare a legăturii integratoare dintre sfera reală şi cea monetară nu sunt originale în opera lui Keynes. Cu toate acestea, sinteza macroeconomică pe care el o face cu privire la incidența monedei asupra venitului național şi a folosirii mâinii de lucru este una foarte originală şi va marca profund dezvoltarea teoriei şi practicii economice.

2.3.2. Legăturile macroeconomice evidențiate de Keynes

Legăturile macroeconomice între sfera reală şi cea monetară sunt rezumate de Keynes în capitolul 18 al *„Teoriei generale..."*. Aceste legături sunt reprezentate grafic în figura nr. 3.

După cum se observă din această figură, legătura cauzală porneşte de la piața monedei (cadranul (a)), unde intersecția dintre oferta de monedă exogenă ($M_o = \overline{M}$) şi cererea de monedă, M_c, determină un nivel de echilibru al ratei

dobânzii, r^*, presupus iniţial a fi mai mare decât decât nivelul minim al ratei dobânzii, aferent „capcanei lichidităţii".

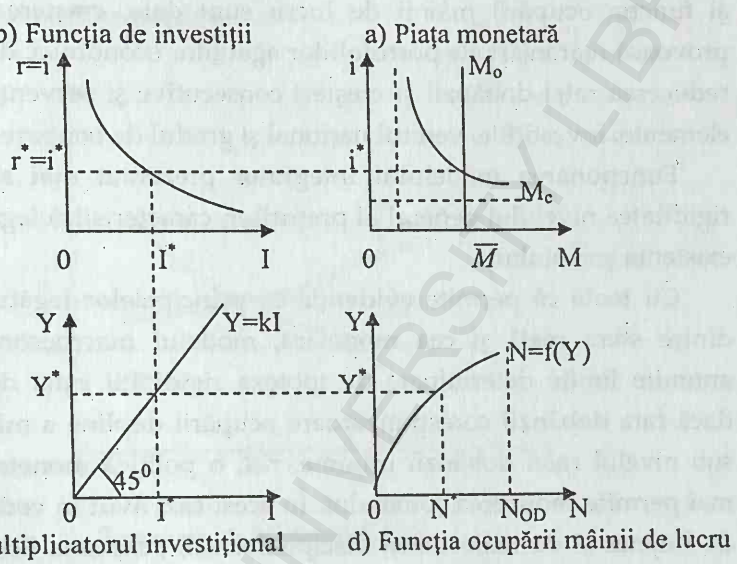


Figura nr. 3: Integrarea real-monetar în concepţia keynesiană

Volumul investiţiilor asociat acestui nivel de echilibru al ratei dobânzii, pentru care eficacitatea marginală a capitalului, r^* este egală cu i^*, este I^* (cadranul (b)).

Acest volum de investiţii determină un venit naţional, Y^*, a cărui valoare este dată de multiplicatorul investiţional, k; relaţia respectivă este: $Y=kI$ (cadranul (c)).

Mărimea multiplicatorului, k, rezultă din condiţia de echilibru a pieţei bunurilor şi serviciilor, $(Y=C+I)$, combinată cu funcţia globală a consumului, $(C=cY)$, astfel încât $k=\frac{1}{1-c}>1$, unde c este „propensiunea spre consum"; acest parametru este presupus constant şi mai mic decât unu, în conformitate cu o „lege psihologică fundamentală", pe care Keynes o consideră dată .

Nivelului de echilibru al venitului naţional, Y^*, îi corespunde un anumit nivel al ocupării mâinii de lucru (şomajului), N^*; acesta din urmă este determinat de funcţia ocupării, care este funcţia inversă a funcţiei de producţie pe termen scurt (cadranul (d)). În figura nr. 3, acest nivel al ocupării, N^*, este

presupus a fi mai mic decât nivelul corespunzător ocupării depline, *Nod*. Cu alte cuvinte, se presupune că în economie există un oarecare şomaj.

În condiţiile în care cererea de monedă, funcţia de investiţii, multiplicatorul şi funcţia ocupării mâinii de lucru sunt date, creşterea ofertei de monedă provoacă rearanjări ale portofoliilor agenţilor economici, de natură să antreneze reducerea ratei dobânzii şi creşteri consecutive şi secvenţiale ale următoarelor elemente: investiţiile, venitul naţional şi gradul de ocupare a forţei de muncă.

Funcţionarea modelului integrator prezentat mai sus este facilitată de rigiditatea nivelului general al preţurilor, caracteristică legată, la rândul său, de existenţa şomajului.

Cu toate că permite evidenţierea principalelor legături macroeconomicce dintre sfera reală şi cea monetară, modelul macroeconomic keynesian are anumite limite determinate de ipoteza rigidităţii ratei dobânzii. Într-adevăr, dacă rata dobânzii corespunzătoare ocupării depline a mâinii de lucru se află sub nivelul ratei dobânzii minime, r_{min}, o politică monetară expansionistă nu mai permite reducerea şomajului. În acest caz, avut în vedere în mod predilect de Keynes şi de majoritatea discipolilor săi, „capcana lichidităţii" decuplează oferta de monedă de mărimile economice reale, iar acţiunea monetară devine ineficace. De aici, cunoscuta opţiune a economiştilor keynesieni pentru politica bugetară ca mijloc de relansare a activităţii economice.

2.3.3. Implicaţii asupra politicii monetare

Principala expunere concentrată a analizei keynesiene este cea a lui J. Hicks, care foloseşte în acest scop cunoscutul model IS-LM[1]. Acest model este constituit de următorul sistem de ecuaţii:

$$\begin{aligned} I(i) &= Y - C(Y) \\ M &= L(Y) + L(i) \end{aligned} \qquad (12)$$

Reprezentarea grafică a sistemului de ecuaţii (12) este redată în figura nr. 4, în care curba *IS* este locul geometric al punctelor de echilibru ale pieţei bunurilor şi serviciilor, iar curba *LM* este locul geometric al punctelor de echilibru ale pieţei monetare.

---

[1] - Hicks J., *Mr. Keynes and the „Classics": A suggested interpretation*, Econometrica, 5, 1937.

După cum se observă din această figură, intersecţia curbelor *IS* şi *LM* determină mărimile de echilibru ale ratei dobânzii şi venitului naţional, (i^*, Y^*), cărora le poate corespunde, dacă Y^* este mai mic decât nivelul aferent ocupării depline, un anumit nivel al şomajului.

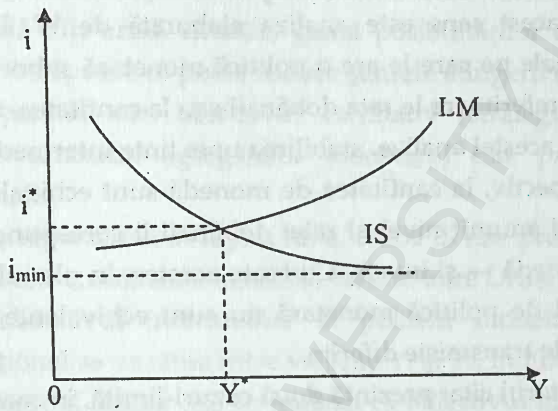


Figura nr. 4: Modelul IS-LM

Condiţia de echilibru pe piaţa bunurilor şi serviciilor este: *I=S*, unde investiţiile sunt o funcţie crescătoare de rata dobânzii, iar economiile sunt o funcţie crescătoare de venit: *I(i) =S(Y)*; la un nivel ridicat al ratei dobânzii, investiţiile sunt reduse, iar economiile aferente corespund unui nivel scăzut al venitului.

Condiţia de echilibru pe piaţa monetară este: *L=M*, unde oferta de monedă este o mărime exogenă, $M=\overline{M}$, iar cererea de monedă este o funcţie de două variabile: $\overline{M} = f(Y,i)$; această funcţie este crescătoare faţă de venit şi descrescătoare faţă de rata dobânzii.

Din combinarea acestor două condiţii de echilibru rezultă relaţia dintre *i* şi *Y*, reprezentată prin coordonatele acestor două mărimi figurate pe cele două axe. Intersecţia curbelor *IS* şi *LM* evidenţiază această legătură în starea de echilibru.

Caracterul sintetic al modelului *IS-LM* a făcut ca acesta să fie adoptat de un mare număr de autori ca formă uzuală de prezentare formală a analizei keynesiene. Cu toate acestea, după cum subliniază A. Leinjonhufvud[1],

[1] - Leinjonhufvud A., *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes: A Study in Monetary Theory*, ed.cit.

interdependența *IS-LM* nu reflectă toate legăturile de cauzalitate evidențiate în *„Teoria generală..."*, iar accentul pus pe starea de echilibru estompează procesele dinamice de integrare a factorului monetar.

În pofida acestor inconveniente, modelul *IS-LM* este utilizat frecvent ca un instrument de analiză statică şi comparativă a efectelor politicii economice. Un exemplu în acest sens este analiza elaborată de W. Poole[1] pentru a arăta incidențele reale pe care le are o politică monetară subordonată unor obiective intermediare referitoare la rata dobânzii sau la cantitatea de monedă.

Conform acestei analize, stabilirea unei ținte intermediare referitoare la rata dobânzii, respectiv, la cantitatea de monedă sunt echivalente în plan monetar, deoarece unui anumit nivel al ratei dobânzii îi corespunde un anumit nivel al ofertei de monedă — şi invers. Cu toate acestea, în planul economiei reale, cele două strategii de politică monetară nu sunt echivalente, deoarece acționează prin procese de transmisie diferite.

Astfel, autorul citat prezintă două cazuri-limită, în care, deşi obiectivul final este acelaşi: realizarea unui anumit nivel al venitului național, efectele suportate de sectorul real sunt diferite.

În primul caz, reprezentat în figura nr. 5, cererea de monedă este presupusă stabilă, curba *IS* este susceptibilă a se deplasa din poziția IS_1 în poziția IS_2, iar obiectivul final este un anumit nivel al venitului național, $\bar{Y}$ (de exemplu, nivelul corespunzător ocupării depline a mâinii de lucru).

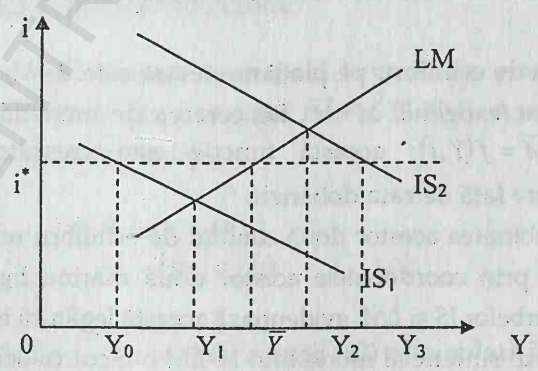


Figura nr. 5: Obiectivele intermediare şi instabilitatea curbei IS

[1] - Poole W., *Optimal Choice of Monetary Policy Instrument in A Simple Stochastic Macro Model*, Quarterly Journal of Economics, 84, 2, 1970.

În ipoteza că autoritățile monetare își stabilesc ca obiectiv intermediar o anumită cantitate de monedă, curba *LM* rămâne nemodificată, iar venitul național se stabileşte undeva între valorile Y_1 şi Y_2, în funcție de poziția curbei *IS*. Însă, dacă obiectivul intermediar este rata dobânzii, i^*, corespunzătoare obiectivului final, $\overline{Y}$, venitul național se poate situa între valorile Y_0 şi Y_3. Cu alte cuvinte, în această din urmă situație, gama posibilităților este mai largă decât în situația anterioară, ceea ce poate reduce şansele atingerii nivelului $\overline{Y}$.

Rezultă că, în primul caz, obiectivul cantitativ (strategia de politică monetară bazată pe controlul agregatelor monetare) este preferabil celui referitor la rata dobânzii.

În cazul al doilea, reprezentat în figura nr. 6, curba IS este presupusă stabilă, iar cererea de monedă este considerată instabilă, variind între LM_1 şi LM_2.

În ipoteza că obiectivul intermediar al politicii monetare este unul cantitativ, venitul național se va situa între valorile Y_1 şi Y_2, în funcție de poziția curbei *LM*. Însă, în acest al doilea caz, în ipoteza că obiectivul intermediar este rata dobânzii, i^*, oferta de monedă poate fi adaptată la variațiile cererii de monedă, astfel încât să se obțină o poziție a curbei *LM* care permite atingerea obiectivului final $\overline{Y}$.

Rezultă că, în cazul al doilea, stabilirea unui obiectiv privind rata dobânzii este preferabilă stabilirii unui obiectiv cantitativ.

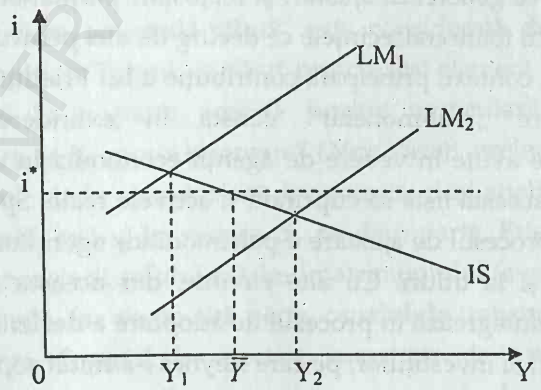


Figura nr. 6: Obiectivele intermediare şi instabilitatea curbei LM

Pe lângă ilustrarea modului de utilizare practică a modelului *IS-LM* în conceperea politicii monetare, exemplul de mai sus arată opoziția dintre politica

monetară de inspirație keynesiană, caracterizată printr-o strategie de acțiune prin rata dobânzii și adoptată din cauza instabilității „preferinței pentru lichiditate", și politica monetară de inspirație monetaristă, caracterizată printr-o strategie bazată pe stabilirea unui obiectiv cantitativ (controlul agregatelor monetare) și care este preferată uneori din cauza stabilității cererii de monedă.

2.3.4. Concepția monetaristă cu privire la rolul economic al factorului monetar

Deși concepția monetaristă diferă de cea keynesiană prin politica monetară pe care o recomandă și prin alte câteva elemente, cele două concepții sunt foarte asemănătoare în ceea ce privește viziunea asupra modului de integrare a fenomenelor reale și monetare. Astfel, analiza făcută de Keynes — mai puțin partea referitoare la „capcana lichidității" — este însușită integral de Friedman, care o consideră ca fiind valabilă într-un orizont pe termen scurt și în condiții de ocupare incompletă a mâinii de lucru (șomaj)[1].

De asemenea, deoarece ambele teorii se bazează pe concepția patrimonială asupra monedei, ele relevă procesul de integrare realizat prin intermediul ratei dobânzii. Esența acestui proces este mecanismul prin care modificarea ratei dobânzii determină variația prețurilor relative (randamentelor) diverselor active, ceea ce generează ajustări și reajustări permanente ale averilor agenților economici, cu toate consecințele ce decurg de aici pentru viața economică.

În acest context, principala contribuție a lui Friedman la studiul procesului de integrare „real-monetar" constă în extinderea gamei elementelor patrimoniale avute în vedere de agenții economici în deciziile lor de ajustare, astfel încât această listă să cuprindă și activele reale. Spre deosebire de aceasta, la Keynes, procesul de ajustare a patrimoniilor agenților economici se limitează la monedă și la titluri. Cu alte cuvinte, dar aceasta revine la același lucru, Friedman reintegrează în procesul de adoptare a deciziilor patrimoniale factorii determinanți ai investițiilor, pe care Keynes i-a tratat separat.

Conform demonstrației lui Friedman, creșterea ofertei de monedă face ca deținătorii de stocuri monetare excedentare să acționeze, în prima fază, pe piața

---

[1] - Friedman M., *The Lag in Effect of Monetary Policy*, Journal of Political Economy, 69, 1961; *The Role of Monetary Policy*, American Economic Review, 58, 1, 1968; *A Monetary Theory of Nominal Income*, Journal of Political Economy, March-April, 1971.

titlurilor. De aici, rezultă amplificarea cererii de titluri, ceea ce duce la creşterea preţurilor (cursurilor) şi reducerea randamentelor activelor financiare şi, deci, la reducerea costului capitalului fizic. Ca urmare, în faza a doua, agenţii economici se îndreaptă spre activele reale, sporindu-şi cererea de bunuri de consum de folosinţă îndelungată şi de capital uman. Efectul acestui fenomen este creşterea preţului activelor reale, ceea ce face ca serviciile pe care acestea le prestează să devină mai atractive decât posesia lor. În consecinţă, în faza a treia, va fi stimulată cererea de asemenea servicii, efectele de substituţie aferente afectând, în final, totalitatea bunurilor şi serviciilor, a căror producţie va creşte.

Acest proces de ajustare treptată realizează integrarea pe termen scurt a sectorului real şi monetar, deoarece, la Friedman, creşterea preţurilor face ca moneda să fie neutră pe termen mediu şi lung. Însă, pe termen scurt, procesul de reglare respectiv există şi nu este limitat, ca la Keynes, de „capcana lichidităţii".

Facând abstracţie de acest aspect, în măsura în care are loc (pe termen scurt), procesul de integrare „real-monetar" se desfăşoară la fel ca în concepţia keynesiană. În ambele cazuri, creşterea ofertei de monedă determină, prin ajustarea pieţei activelor financiare, reducerea ratei dobânzii. Însă, la Friedman, scăderea ratei dobânzii duce la apariţia unor distorsiuni în planul randamentelor activelor şi, mai departe, la intensificarea activităţii economice reale, pe când la Keynes, acelaşi fenomen determină apariţia unor distorsiuni între rata dobânzii şi rata eficacităţii marginale a capitalului, ceea ce determină creşterea investiţiilor.

Procesul de substituire „monedă-titluri" este considerată de unii autori keynesieni, ca de exemplu, J. Tobin[1], ca fiind principalul element al procesului de transmisie. Lăsând la o parte această poziţie particulară, majoritatea abordărilor recente, cum ar fi, „noua orientare" (*New View*)[2], preiau însă analiza integrării „real-monetar" de la monetarism. Iar aceasta, deşi analiza respectivă este oarecum paradoxală, având în vedere că, pe de o parte, Friedman insistă asupra necesităţii recunoaşterii rolului mărimii patrimoniului (averii) în studiul funcţiei cererii de monedă, iar pe de altă parte, canalul de transmisie pe care îl evidenţiază constă mai degrabă în efectele exercitate de operaţiunile de substituire între elementele averilor agenţilor economici, decât în efectele variaţiei mărimii acestor averi.

---

1 - Tobin J., *A General Equilibrium Approach to Monetary Theory*, ed. cit.
A se vedea, de asemenea, cap.VII §2.3.1 *supra*.

2 - Cap. V §2.4.1 *supra* şi cap. VII §2.3.1 *supra*.

Analiza friedmaniană a procesului de transmisie a fost perfecționată mai ales de K. Brunner şi A. Meltzer[1], care au detaliat tipologia bunurilor de capital susceptibile a fi afectate de amintitele retructurări patrimoniale şi au precizat originea mecanismului de transmisie.

Astfel, autorii citați disting trei tipuri de bunuri de capital, în funcție de natura pieței pe care acestea se tranzacționează. Primul tip este reprezentat de mijloacele de producție tradiționale, care au o piață primară pentru noile echipamente şi o piață secundară pentru tranzacțiile ocazionale. Prețul de pe piața secundară este diferit de cel de pe piața primară; acest preț de revânzare corespunde prețurilor acțiunilor, care reprezezintă, după cum se ştie, drepturi de proprietate asupra capitalului existent. Tipul al doilea cuprinde bunurile de capital de genul clădirilor, caz în care se poate face aceiaşi distincție: „piață primară-piață secundară", dar unde această delimitare nu are semnificație economică, deoarece o clădire revândută are aceleaşi caracteristici ca una nouă, iar prețul titlului de proprietate este egal cu prețul imobilului. Tipul al treilea este cel al bunurilor de folosință îndelungată, care nu au piață secundară.

Creşterea ofertei de monedă face ca, la început, să crească prețurile activelor financiare de tipul unu, ceea ce stimulează investițiile fizice în producția bunurilor respective. Acelaşi efect de substituire se manifestă în cazul bunurilor de tipul doi, însă, în cazul bunurilor de tipul trei, stimularea producției se explică prin efectele variației mărimii averilor agenților economici, nu prin efectul de substituire.

Autorii neomonetarişti menționați şi-au propus, de asemenea, să aprofundeze analiza friedmaniană a originii procesului de transmisie.

La Friedman, această origine rezidă în apariția unei oferte de monedă excedentare, care nu este însă observabilă, deoarece testele econometrice cu privire la diverse funcții ale cererii de monedă măsoară cantitățile de monedă dorite de agenții economici prin cantitățile de monedă efectiv deținute de aceştia. El sugerează că este aşa, deoarece o diferență apărută între oferta şi cererea de monedă este imediat absorbită prin ajustarea prețurilor şi/sau fluxurilor de venit. Or, ideea unei asemenea ajustări imediate este dificil de

[1] - Brunner K., Meltzer A., *The Place of Financial Intermediaries in the Transmision of Monetary Policy*, American Economic Review, 53, 1963; *Money, Debt and Economic Activity*, Journal of Political Economy, 80, 1972.

acceptat. Şi, de fapt, Friedman însuşi a insistat asupra importanței ce trebuie acordată timpului de reacție a economiei la politica monetară[1].

Pentru autorii neomonetarişti citați, originea procesului de transmisie nu se găseşte în ecartul dintre oferta şi cererea de monedă, ci în diferența dintre cantitățile de monedă dorite de agenții economici pe termen scurt şi cantitățile de monedă dorite de aceştia pe termen lung. Disponibilitățile băneşti rezultate din comportamentul pe termen scurt al agenților economici pot fi mai mari decât disponibilitățile băneşti considerate „normale", având în vedere evoluțiile pe termen lung ale mărimilor economice, iar ajustarea primelor la cele din urmă declanşează procesul de modificare a economiei reale sub acțiunea factorului monetar.

Această precizare neomonetaristă conferă mai multă coerență cercetărilor empirice efectuate de autorii respectivi, evitând aspectele contradictorii ale analizei lui Friedman, însă nu modifică logica procesului de integrare friedmanian, care se bazează pe efectele procesului de substituire a activelor.

2.3.5. Rata dobânzii şi efectul- avere

Integrarea fenomenelor reale şi monetare prin acțiunea ratei dobânzii nu se limitează la amintitele efecte de substituire, deşi acestea sunt cel mai adesea evidențiate în literatură. Căci, scăderea ratei dobânzii determină totodată creşterea valorii activelor financiare şi reale existente în economie, iar deținătorii activelor respective, simțindu-se mai bogați, vor cheltui mai mult. Acest efect-avere, exercitat de scăderea ratei dobânzii, se adaugă la efectele de substituire, intensificând în modul acesta procesul prin care circulația monetară influențează sistemul real.

Existența efectului-avere a fost subliniată de Keynes în cadrul analizei factorilor care influențează înclinația spre consum. Astfel, referindu-se la acest fenomen, el scrie următoarele:

> „Poate că cea mai importantă dintre influențele care se exercită, prin modificările ratei dobânzii, asupra înclinației de a face cheltuieli dintr-un venit dat depinde de efectul acestor modificări în sensul urcării sau scăderii prețurilor hîrtiilor de valoare şi ale altor bunuri. Căci atunci când cineva beneficiază de o sporire neprevăzută a valorii capitalului său, este firesc ca motivele care determină cheltuielile sale curente să fie întărite..."[2].

---

[1] - Friedman M., *The Lag in Effect of Monetary Policy*, ed. cit.

[2] - Kenes J., *Teoria generală a folosirii mîinii de lucru, a dobînzii şi a banilor*, ed. cit., p. 123.

Însă, adaugă el, această influență „este secundară și relativ neimportantă"[1], ceea ce face ca, până la urmă, să fie eliminată din analiza pe care o face procesului de consum.

Cu toate acestea, după cum au demonstrat F. Modigliani[2] (keynesian) și K. Brunner și A. Meltzer[3] (monetariști), în perioadele de puternică volatilitate a ratelor dobânzii și, respectiv, în economiile în care deținerea de titluri este o practică răspândită în rândul publicului, efectul-avere poate fi semnificativ.

Recunoașterea acestui fapt implică acceptarea ideii că averea influențează diverse funcții ale cererii (de monedă și de bunuri). Descrierea acestei influențe are însă un rol explicativ mai puțin important decât cel al efectului-avere indus de variațiile valorii reale a disponibilităților bănești ale agenților economici.

3. Efectul disponibilităților bănești reale

Spre deosebire de acțiunea prin intermediul ratei dobânzii, care se bazează pe ideea că o ofertă de monedă excedentară se manifestă, în primul rând, pe piața financiară, integrarea factorului monetar prin ceea ce se numește „efectul disponibilităților bănești reale" se bazează pe observarea faptului că, în anumite condiții, moneda înregistrează o primă (*premium, report*) pe piața bunurilor și serviciilor. Ca urmare a acestui fenomen, modificarea mărimilor economice reale nu mai este explicată, de această dată, prin efectele pe care le are procesul de substituire a activelor, provocat de variațiile ratei dobânzii, ci prin efectele exercitate asupra averilor agenților economici de către variațiile valorii reale a cantităților de monedă deținute de aceștia.

„Efectul disponibilităților bănești reale" constituie principalul proces de integrare avut în vedere de analiza neoclasică, în cadrul căreia are consecințe teoretice și practice ce depășesc cu mult problematica acțiunii factorului monetar asupra economiei reale.

---

1 - Ibidem
2 - Modigliani F., *Monetary Policy and Consumption*, ed. cit.
3 - Brunner K., Meltzer A., op. cit.

3.1. Natura efectului disponibilităţilor băneşti reale

Efectul disponibiltăţilor băneşti reale a fost descris în 1898 de către K. Wicksell[1] şi în 1911 de către I. Fisher[2]. Ulterior, aspectele micro şi macroeconomice ale mecanismului respectiv au fost elucidate de A. C. Pigou[3] şi de D. Patinkin[4]. De aceea, „efectul disponibilităţilor băneşti reale" este numit uneori în literatură şi „efectul Wicksell-Pigou".

Efectul disponibilităţilor băneşti reale poate fi evidenţiat atât printr-o analiză microeconomică, cât şi prin una macroeconomică.

a) *În termeni microeconomici*, fenomenul respectiv poate fi descris cu ajutorul teoriei tradiţionale a consumatorului. Această importantă aplicaţie a teoriei consumatorului, realizată de L. Harris[5], este prezentată sintetic în figura nr. 7.

În această figură, pe abscisă sunt reprezentate bunurile x, pe ordonată, disponibilităţile băneşti reale, M/P, iar curbele de indiferenţă, U, corespund funcţiilor de utilitate ale agenţilor economici; aceste curbe sunt trasate astfel încât: $U_2 > U_1$. Segmentele AB şi $A'B'$ reprezintă dreptele bugetare; pantele acestor drepte sunt egale cu raportul dintre preţurile monetare ale bunurilor x şi nivelul general al preţurilor.

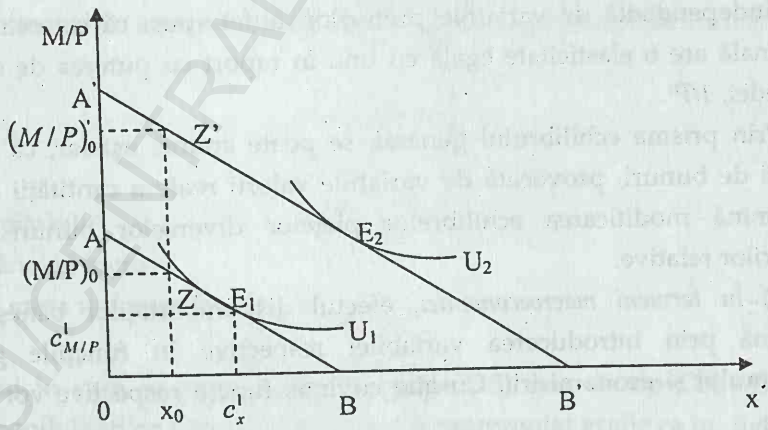


Figura nr. 7: Reprezentarea microeconomică a efectului disponibilităţilor băneşti reale

1 - Wicksell K., *Interest and Prices*, ed.cit.
2 - Fisher I., *The Purchasing Power of Money*, ed.cit.
3 - Pigou A. C., *The Value of Money*, ed. cit.
4 - Patinkin D., *Money, Interest and Prices*, ed. cit.
5 - Harris L., *Monetary Theory*, Mac Graw Hill, 1985.

B.C.U. „M. EMINESCU" IAŞI

Agentul economic dispune inițial de o zestre de bunuri și de disponibilități băneşti reale dată de punctul Z de pe dreapta bugetară. După cum se observă din figura de mai sus, coordonatele acestei dotații inițiale sunt: $[(M/P)_0, x_0]$. Utilitatea agentului este maximă în punctul E_1, în care dreapta bugetară AB este tangentă la curba de indiferență U_1; acestui punct îi corespund o cerere de bunuri c_x^1 și o cerere de monedă $c_{M/P}^1$.

Dacă toate prețurile, inclusiv cele ale bunurilor x_0, scad, în condiții *caeteris paribus*, dreapta bugetară se va deplasa în poziția $A'B'$, iar valoarea reală a cantității de monedă deținute inițial de agentul economic creşte de la nivelul $(M/P)_0$ la nivelul $(M/P)_0'$. Iar aceasta, fără ca dotația sa cu bunuri să se modifice. Într-adevăr, zestrea de bunuri și monedă, $[(M/P)_0', x_0]$, va fi determinată acum de punctul Z' de pe dreapta bugetară $A'B'$. Utilitatea va fi maximă în punctul E_2, în care atât cererea de bunuri, cât și cererea de monedă sunt mai mari ca la început.

Rezultă că creşterea valorii reale a cantității de monedă deținute de agenții economici determină creşterea cererii lor de bunuri. Autorii menționați (Wickesll, Fisher și Pigou) au evidențiat doar acest efect al disponibilităților băneşti reale, fără să aibă în vedere că factorul respectiv influențează atât piața bunurilor, cât și piața monedei. Aceasta, deoarece ei considerau că cererea de monedă reală este independentă de variațiile prețurilor, altfel spus, că cererea de monedă nominală are o elasticitate egală cu unu în raport cu puterea de cumpărare a monedei, $1/P$[1].

Prin prisma echilibrului general, se poate spune, aşadar, că modificarea cererii de bunuri, provocată de variațiile valorii reale a cantității de monedă, determină modificarea echilibrelor pieților diverselor bunuri și variația prețurilor relative.

b) *În termeni macroeconomici,* efectul disponibilităților băneşti reale se exprimă prin introducerea variabilei respective în funcțiile globale ale consumului și economisirii. Cu alte cuvinte, funcții respective vor fi scrise în forma:

$$C = f\left(..., \frac{M}{P}, ...\right); \frac{\partial f}{\partial \frac{M}{P}} > 0 \qquad (13)$$

[1] - Cf. cap. XI *supra*.

$$S = g\left(\ldots, \frac{M}{P}, \ldots\right); \frac{\partial g}{\partial \frac{M}{P}} < 0 \qquad (14)$$

Funcţiile de acest gen au fost supuse la numeroase teste empirice, ale căror rezultate au dat naştere la o serie de dezbateri între economişti cu privire la caracterul mai mult sau mai puţin semnificativ al coeficientului disponibilităţilor băneşti reale ($\frac{\partial f}{\partial \frac{M}{P}}$ sau $\frac{\partial g}{\partial \frac{M}{P}}$).

Astfel, în ediţia a doua a cunsocutei sale lucrări, întitulate: *„Moneda, dobânda şi preţurile"* (1965), Patinkin prezintă rezultatele a 12 asemenea teste, dintre care un număr de 10 nu infirmă efectul disponibilităţilor băneşti reale. Însă, lista respectivă nu este exhaustivă, iar unele din rezultatele prezentate sunt contrazise de testele efectuate în aceiaşi perioadă de T. Mayer[1] şi de C. Schotta[2].

Testele efectuate ulterior au condus atât la rezultate favorabile, cât şi la rezultate nefavorabile, ceea ce face să nu se poată trage o concluzie definitivă cu privire la validarea empirică a influenţei disponibilităţilor băneşti reale asupra consumului global.

Din punct de vedere econometric, efectul disponibilităţilor băneşti reale poate fi exprimat şi cu ajutorul unei funcţii globale de producţie de forma:

$$Y = F\left(K, L, \frac{M}{P}\right) \qquad (15)$$

unde:
K — capitalul;
L — mâna de lucru;
M/P — masa monetară reală.

În cazul în care se presupune că funcţia (15) este de tip Cobb-Duglas, efectul disponibilităţilor băneşti reale poate fi reprezentat grafic ca în figura nr. 8. În legătură cu funcţia Cobb-Duglas respectivă, se mai presupune că este

---

[1] - Mayer T., *The Empirical Significance of the Real Balance Effect*, Quarterly Journal of Economics, LXXIII, 1959.

[2] - Schotta C., *The Real Balance Effect in the US, 1947-1963*, Journal of Finance, XIX, 1964.

omogenă de gradul unu şi că are derivate de ordinul unu pozitive şi derivate de ordinul doi negative.

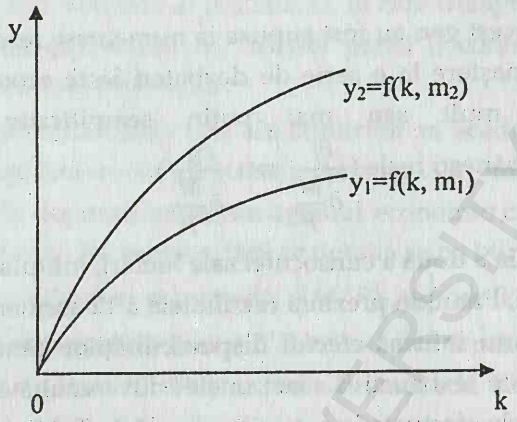


Figura nr. 8: Disponibilităţile băneşti reale şi funcţia de producţie

unde:

y — producţia pe cap de locuitor; $y_2 > y_1$;

k — capitalul pe cap de locuitor;

m — disponibilităţi băneşti reale pe cap de locuitor; $m_2 > m_1$.

Figura de mai sus arată că creşterea valorii reale a stocurilor de monedă ale agenţilor economici, de la nivelul m_1 la nivelul m_2, determină deplasarea funcţiei de producţie şi, deci, creşterea producţiei pe cap de locuitor.

Cu toate că această exprimare a efectului disponibilităţilor băneşti reale este în concordanţă cu descrierea wickselliană a acestui fenomen, ea nu este totuşi uzuală, deoarece goleşte funcţia de producţie de semnificaţia sa specifică: expresie a unei combinaţii de factori de producţie, reducând-o la o simplă corelaţie între disponibilităţile băneşti reale şi nivelul producţiei.

De fapt, din punct de vedere conceptual, o asemenea interpretare a funcţiei de producţie este mai degrabă rezultatul asimilării monedei cu factorii de producţie, decât o reprezentare de sine stătătoare a efectului disponibilităţilor băneşti reale. Într-adevăr, într-un cadru teoretic rezultat dintr-o asemenea asimilare — justificat, eventual, de necesitatea luării în considerare a productivităţii indirecte a deţinerii monedei —, se poate afirma că tendinţa agenţilor economici de a găsi optimul — manifestată în cadrul constrângerii

reprezentate de o funcţie de producţie printre ale cărei variabile figurează şi disponibilităţile băneşti reale — permite construirea unor funcţii de cerere — de factori de producţie şi de monedă — ce reflectă, *inter alia*, efectul disponibilităţilor băneşti reale[1].

3.2. Condiţiile de realizare ale efectului disponibilităţilor băneşti reale

Descrierile efectului disponibilităţilor băneşti reale, prezentate mai sus, presupun declanşarea acestui mecanism printr-o variaţie a valorii reale a stocurilor de monedă ale agenţilor economici. De asemenea, se presupune că există un comportament specific al deţinătorilor de monedă, ce se manifestă într-o perioadă de timp mai lungă sau mai scurtă.

Valoarea reală a stocurilor de monedă deţinute de agenţii economici este dată de raportul M/P, iar declanşarea efectului poate fi provocată fie de creşterea ofertei nominale de monedă, M, (determinată, de exemplu, de o politică monetară expansionistă), fie de variaţia nivelului general al preţurilor (manifestată, de exemplu, într-o perioadă de inflaţie). În primul caz, efectul disponibilităţilor băneşti reale se numeşte „efectul — lichiditate", iar în al doilea caz, „efectul — avere indus de nivelul general al preţurilor".

Această distincţie terminologică nu prezintă totuşi foarte mare interes, deşi reflectă, eventual, reacţii cu motivaţii diferite ale deţinătorilor de monedă. Căci, indiferent cât de diverse ar fi motivaţiile lor, reacţiile respective au consecinţe identice.

În plus, după cum rezultă din relaţiile de mai jos, obţinute prin logaritmare, cei doi factori declanşatori pot interveni simultan:

$$\Delta\left(\frac{M}{P}\right)=\frac{M}{P}(\mu-\pi) \tag{16}$$

unde:

$$\mu=\frac{\Delta M}{M}$$
$$\pi=\frac{\Delta P}{P} \tag{17}$$

[1] - Patinkin D., *Money, Interest and Prices*, ed. cit., cap. 7 §3.

Într-adevăr, dacă $\mu = \pi$, valoarea reală a stocurilor monetare rămâne neschimbată, iar efectul disponibilităților băneşti reale nu există. Dacă $\mu \neq \pi$, efectul poate exista, însă, din punct de vedere logic, este indiferent dacă acesta provine de la variabila μ, de la variabila π sau de la amândouă. *Esențialul este că principalul element al efectului disponibilităților băneşti reale este reacția agenților economici la variația valorii reale a cantității de monedă pe care o dețin.*

Condițiile necesare pentru manifestarea efectului disponibilităților băneşti reale sunt, după cum subliniază Pigou, absența „iluziei monetare" şi absența anticipațiilor cumulative cu privire la variațiile prețurilor, susceptibile să provoace comportamente de aşa-zisă „fugă de bani" (cazul hiperinflației).

Pe lângă evidențierea acestor condiții, este necesară explicarea motivelor care îi fac pe agenții economici să considere că nivelul disponibilităților lor băneşti este prea mare (prea mic) şi, deci, să repercuteze dezechilibrele respective pe piața bunurilor şi serviciilor. Aceste motive sunt învederate de analiza cererii de monedă, iar în explicarea lor se regăseşte amintitul clivaj dintre abordarea tranzacțională şi abordarea patrimonială.

Astfel, unii autori, ca de exemplu, Wicksell şi Fisher, care acordă importanță deosebită funcției monedei de mijloc de schimb, susțin că agenții economici mențin un anumit raport între disponibilitățile lor băneşti reale şi cheltuielile lor pentru cumpărări de bunuri şi servicii din „comoditatea" tranzacțională rezultată din „experiență" (Fisher) sau din motivele raționale mai profunde arătate în cap. X *supra* (care sugerează folosirea denumirii de „efect — lichiditate").

Alți autori, ca de exemplu Patinkin, consideră că valoarea reală a disponibilităților băneşti intră, prin definiție, în calculul valorii patrimoniului, fie în mod parțial („moneda externă" — J. Gurley, E. Shaw[1]), fie în totalitate (B. Pesek, T. Saving[2]), ceea ce face ca factorul care îi determină pe agenții economici să-şi modifice cererea să fie faptul că aceştia se simt mai bogați sau mai săraci (de unde denumirea de „efect-avere").

Ambele abordări conțin însă aceiaşi descriere a mecanismului de integrare „real-monetar", ceea ce permite depăşirea disputelor terminologice.

În fine, se pune problema orizontului de timp în care se manifestă efectul disponibilităților băneşti reale. Unii autori, ca de exemplu, G. Archibald şi R.

[1] - Gurley J., Shaw E., *Money in a Theory of Finance*, ed. cit.

[2] - Pesek B., Saving T., *Money, Wealth and Economic Theory*, ed.cit.

Lipsey[1], consideră că, într-o „economie de schimb", efectul disponibilităților băneşti reale se manifestă doar în intervalul de timp dintre două stări de echilibru „temporar" (în sensul lui Hicks); pe termen lung, nu există însă echilibru „temporar". Alți autori, ca de exemplu, D. Patinkin[2], contestă această argumentare şi arată că efectul disponibilităților băneşti reale se poate manifesta chiar şi pe termen lung. Autorii respectivi lasă însă deschisă problema faptului dacă acest fenomen determină sau nu o mutație calitativă a economiei, în sensul transformării acesteia din „economie de schimb" în „economie de producție cu investiții".

Fără a intra în controversa cu privire la caracteristicile acestor două tipuri de economie, trebuie arătat că efectul disponibilităților băneşti reale poate fi evidențiat chiar şi în cadrul unui proces durabil de creştere economică echilibrată.

Într-adevăr, avuția națională, W, poate fi definită ca sumă a capitalului fizic, K, şi a valorii reale a rezervelor monetare, M/P:

$$W = K + \frac{M}{P} \tag{18}$$

Creşterea economică înseamnă creşterea avuției naționale, ceea ce înseamnă creşterea atât a lui K, cât şi a lui M/P:

$$\Delta W = \Delta K + \Delta\left(\frac{M}{P}\right) \tag{19}$$

Însă, variațiile disponibilităților băneşti reale, M/P, determină modificarea venitului național, conform relației:

$$\overline{Y} = Y + \Delta\left(\frac{M}{P}\right) \tag{20}$$

În concepția keynesiană, partea din venitul global neconsumată este determinată de înclinația spre economisire, s:

---

[1] - Archibald G., Lipsey R., *Monetary and Value Theory: A Critique of Lange and Patinkin*, ed.cit.
[2] - Patinkin D., *Money, Interest and Prices*, ed. cit., cap. 3 §7.

$$s\bar{Y} = sY + s\Delta\left(\frac{M}{P}\right) \tag{21}$$

Creşterea economică echilibrată presupune menţinerea în timp a echilibrului pieţei bunurilor şi serviciilor, corespunzător egalităţii dintre variaţia avuţiei naţionale şi variaţia venitului naţional neconsumat.

Astfel, egalitatea dintre investiţii, ΔK, şi economii, S, poate fi scrisă în forma:

$$\Delta K + \Delta\left(\frac{M}{P}\right) = sY + s\Delta\left(\frac{M}{P}\right) \tag{22}$$

$$\Delta K = sY - \Delta\left(\frac{M}{P}\right)(1-s) \tag{23}$$

Ecuaţia (23) permite definirea condiţiei creşterii echilibrate a acumulării de capital, $\Delta K/K$. Într-adevăr, din această relaţie rezultă că economiile investite, S, sunt:

$$S = sY - \Delta\left(\frac{M}{P}\right)(1-s) \tag{24}$$

Având în vedere că:

$$\Delta\left(\frac{M}{P}\right) = \frac{M}{P}(\mu - \pi) \tag{25}$$

rezultă:

$$S = sY - \frac{M}{P}(\mu - \pi)(1-s) \tag{26}$$

Relaţia (26) este o funcţie de economisire, care încorporează, *inter alia*, efectul disponibilităţilor băneşti reale.

Forma generală a acestei funcţii este:

$$S = sY - b\frac{M}{P} \tag{27}$$

$$b > 0$$

BCU ASVCENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

În relaţia (27), $b=(\mu-\pi)(1-s)>0$, pentru $\mu-\pi>0$. Cu alte cuvinte, atunci când are loc creşterea valorii reale a disponibilităţilor băneşti, parametrul b este o mărime pozitivă.

În modul acesta, efectul disponibilităţilor băneşti reale poate fi evidenţiat nu numai în cadrul unei simple „economii de schimb", ci şi în cadrul unui proces de creştere echilibrată a ceea ce se numeşte „economie de producţie cu investiţii".

Interpretarea de mai sus este acceptată de unii autori, ca J. Stein[1] şi K. Nagatani[2], însă este contestată de D. Lehvari şi D. Patinkin[3], după care efectul disponibilităţilor băneşti reale este strict legat de existenţa unui dezechilibru pe piaţa monetară, ceea ce nu este cazul tipului de economie discutat aici (economie de producţie cu investiţii).

3.3. Consecinţele efectului disponibilităţilor băneşti reale

Dincolo de rolul său de mecanism de integrare a „realului" şi „monetarului", efectul disponibilităţilor băneşti reale ocupă un loc aparte în analiza economică, deoarece luarea în considerare a fenomenului desemnat de acest concept permite depăşirea celor două mari concepţii generale cu privire la funcţionarea economiei: teoria keynesiană şi teoria walrasiană (neoclasică). Din punct de vedere al istoriei gândirii economice, depăşirea teoriei keynesiene s-a realizat prin revizuirea tezei şomajului permanent, iar depăşirea teoriei walrasiene, prin repunerea în cauză a existenţei dihotomiei clasice.

3.3.1. Revizuirea tezei keynesiene a şomajului permanent

Primul autor care a relevat implicaţiile macroeconomice ale efectului disponibilităţilor băneşti reale a fost C. A. Pigou[4]. Analiza sa se înscrie în cadrul amplelor dezbateri cu privire la căile ieşirii din criză, care au urmat depresiunii

---

[1] - J. Stein J., *Money and Capacity Growth*, Journal of Political Economy, October, 1966.

[2] - K. Nagatani N., *A Note on Proffesor Tobin's „Money and Economic Growth"*, Econometrica, January, 1970.

[3] - D. Lehvari D., Patinkin D., *The role of Money in a Simple Growth Model*, ed.cit.

[4] - Pigou A. C., *The Classical Stationary State*, ed.cit.; *Economic Progress in a Stable Environment*, ed.cit.

economice din anii '29-'33 ai secolului trecut şi apariţiei „*Teoriei generale...*". În cadrul acestor dezbateri, spre deosebire de Keynes, care a susţinut că existenţa echilibrului global la un nivel de subocupare a mâinii de lucru dovedeşte că în economie nu există o forţă internă de absorbţie a şomajului, ceea ce justifică intervenţia statului, C. A. Pigou a arătat că efectul disponibilităţilor băneşti reale constituie o asemenea forţă endogenă, ceea ce diminuează necesitatea apelului la intervenţia statului.

Într-adevăr, criza economică este însoţită de o scădere a nivelului general al preţurilor, caracteristică unei insuficienţe a cererii globale; or, scăderea preţurilor determină creşterea valorii reale a disponibilităţilor monetare, ceea ce duce la creşterea cererii globale, a cărei amplificare tinde să resoarbă şomajul.

Această argumentaţie, a cărei miză majoră este găsirea unor politici economice adecvate, a dus la relansarea dezbaterii macroeconomice dintre economiştii neoclasici şi keynesieni, controversă căreia succesul fulminant al „*Teoriei generale...*" i-a pus oarecum surdină. Conform demonstraţiei lui Pigou, efectul disponibilităţilor băneşti reale constituie un mecanism important de reechilibrare a economiei, ceea ce explică de ce acest fenomen este numit adesea, pe lângă alte apelative, „efectul Pigou".

Pe de altă parte, analiza lui Pigou şi implicaţiile subdiacente acesteia au dus la intensificarea reflecţiilor cu privire la natura monedei[1] şi la rezervele unor autori keynesieni, ca de exemplu M. Kalecki[2], de a trata moneda ca o formă a averii. Căci, înainte de toate, efectul disponibilităţilor băneşti reale înseamnă renunţarea la concepţia neutralităţii monedei şi, pe cale de consecinţă, repunerea în cauză a existenţei dihotomiei clasice dintre sectorul real şi sectorul monetar.

3.3.2. Repunerea în cauză a existenţei dihotomiei clasice

Deşi plină de semnificaţii, ideea existenţei unui mecanism de reglare declanşat de efectul disponibilităţilor băneşti reale nu a constituit, la început, decât un moment minor în dezvoltarea istorică a teoriei cantitative. Într-adevăr, la un prim nivel de analiză, importanţa elucidării mecanismului respectiv constă în aceea că oferă o explicaţie microeconomică valabilă legăturii

---

1 - Cf. cap. IV *supra*.

2 - Kaleski M., *Professor Pigou on the Classical Stationary State – A Comment*, ed.cit.

constatate la nivel macroeconomic între variaţiile cantităţii de monedă şi variaţiile nivelului general al preţurilor: variaţiile valorii reale a disponibilităţilor băneşti determină modificarea cererii de bunuri, ceea ce se repercutează rapid asupra preţurilor — obiect major al analizelor efectuate în epocă.

Astfel, contribuţiile autorilor vremii, de la Wicksell la Pigou, au mers în direcţia studierii acestei legături macroeconomice. Însă, oricât de importante au fost demersurile respective, ele erau subminate de absenţa unei fundamentări microeconomice a mecanismului acestei legături, singura susceptibilă să repună în cauză dihotomia „real-monetar" din teoria walrasiană. Iar aceasta, în condiţiile în care teoria walrasiană exprimă ideea neutralităţii monedei într-un mod chiar mai pregnant decât teoria cantitativă.

Meritul de a revizui această situaţie şi de a inversa ordinea priorităţilor între planurile macro şi microeconomic revine lui D. Patinkin[1], care tratează efectul disponibilităţilor băneşti reale ca un mecanism major de integrare a realului şi monetarului.

După cum am arătat, la Walras, o variaţie a nivelului general al preţurilor, manifestată în concordanţă cu principiile teoriei cantitative, nu are incidenţă asupra mărimilor economice reale şi nu modifică starea iniţială de echilibru general. Aceasta, deoarece funcţiile de cerere ale diverselor bunuri nu depind decât de preţurile relative, care, din cauza faptului că se bazează pe postulatul omogenităţii, nu sunt afectate de variaţiile nivelului general al preţurilor.

După ce a contibuit la evidenţierea contradicţiilor interne ale acestei analize dihotomice[2], Patinkin a eliminat contradicţiile respective prin introducerea variabilei „disponibilităţi băneşti reale" în funcţiile de cerere ale diverselor bunuri. În modul acesta, a devenit posibilă stabilirea — în conformitate cu logica efectului disponibilităţilor băneşti reale — a unei relaţii directe între nivelului general al preţurilor şi mărimile economice reale, ceea ce, pe de o parte, salvează postulatul omogenităţii, iar pe de altă parte, elimină dihotomia. Căci, o variaţie a nivelului general al preţurilor, de natură să afecteze valoarea reală a disponibilităţilor băneşti ale agenţilor economici, influenţează inclusiv cererea lor de bunuri şi, deci, sistemul preţurilor relative. Iar fenomenul se

---

[1] - Patinkin D., *Money, Interest and Prices*, ed. cit.

[2] - A se vedea §1.2 *supra*.

menține până în momentul în care disponibilitățile băneşti reale îşi regăsesc nivelul de echilibru.

Rezultă că în cazul în care în economie se manifestă efectul disponibilităților băneşti reale, moneda nu este neutră. Iar efectul respectiv se manifestă atâta timp cît există un dezechilibru între oferta de monedă şi cererea de monedă — exprimate în termeni reali, nu nominali.

În concluzie, atât în concepția lui Pigou, cât şi în teoria echilibrului economic general, reformulată de Patinkin, efectul disponibilităților băneşti reale constituie nu numai un mecanism de integrare „real-monetar", legat de dezechilibrul pieței monetare, ci şi o modalitate de reglare a economiei în ansamblul său. Căci, acționând atât pe piața monedei, cât şi pe piața bunurilor, acest fenomen permite regăsirea unei noi stări de echilibru, căreia îi asigură stabilitatea. În această nouă stare particulară, caracterizată prin echilibrul pieței monetare, corespunzător valorii de echilibru a disponibilităților băneşti reale, se regăseşte legătura de proporționalitate între monedă şi prețuri relevată de teoria cantitativă clasică. Însă, această legătură este valabilă nu pentru că efectul disponibilităților băneşti reale ar fi o forță care acționează în direcția instaurării stării de echilibru respective, descrise de teoria cantitativă, ci pentru că această descriere priveşte un caz particular de integrare a „realului" şi „monetarului".

4. Integrarea prin procesul de finanțare

Principalele modalități de evidențiere a influenței monedei asupra producției şi celorlalte mărimi reale constă în luarea în considerare a „efectului de substituire" şi „efectului-avere". În pofida deosebirilor dintre aceste modalități explicative dominante, ele au două elemente comune. În primul rând, ambele abordări acordă o importanță deosebită funcției monedei de mijloc de rezervă — în sensul tare al termenului, ceea ce face ca moneda să fie tratată ca un activ ce concurează cu activele financiare şi/sau reale în constituirea patrimoniului agenților economici. În al doilea rând, ambele interpretări au în vedere situațiile în care variabilele-preț implicate (rata dobânzii şi nivelul general al prețurilor) sunt mărimi flexibile.

În literatura economică actuală, există însă şi alte curente de gândire, care oferă modele de integrare diferite, bazate pe funcţia monedei de mijloc de schimb şi, respectiv, pe ipoteza rigidităţii preţurilor. Asemenea curente heterodoxe sunt curentul postkeynesian american, reprezentat de P. Davidson[1] şi ceea ce se numeşte „abordarea prin prisma dezechilibrului" (sinteza walrasiano-keynesiană), reprezentată de R. Clower[2].

În modelele teoretice şi empirice respective, aspectul tranzacţional se reflectă prin importanţa acordată finanţării monetare a investiţiilor. În ceea ce priveşte ipoteza rigidităţii variabilelor-preţ, deşi aceasta este din ce în ce mai puţin realistă în condiţiile economiilor contemporane, ea poate corespunde unor situaţii particulare sau ar putea (re)deveni un caz frecvent.

În acest cadru, integrarea „real-monetar" se realizează într-un mod diferit şi complementar celor învederate în paragrafele anterioare: pe lângă faptul că este o variabilă încorporată în deciziile agenţilor economici, moneda este tratată ca o variabilă de realizare a intenţiilor acestora.

Această abordare a „problematicii realizării", aplicată la finanţarea investiţiilor, are avantajul că permite sublinierea rolului condiţional al monedei în procesul creşterii economice.

4.1. Problematica realizării

Una din noile axe de reflecţie apărute în analiza economică la sfârşitul anilor '60 ai secolului trecut constă în cercetarea nu atât a actelor de voinţă ale agenţilor economici, cât a condiţiilor de realizare a deciziilor respective. Deplasând atenţia de la studiul factorilor care determină intenţiile agenţilor economici spre factorii care condiţionează realizarea hotărârilor lor, această abordare evidenţiază variabilele şi procesele susceptibile să altereze comportamentele previzibile, impiedicând sau favorizând, după caz, obţinerea efectivă a compatibilităţii *ex ante* a comportamentelor individuale.

Pe plan general, această direcţie de cercetare are meritul că a contribuit la integrarea în modelele teoretice şi empirice cu care operează ştiinţa economică

---

[1] - Davidson P., *Money and the Real World*, 2nd., London, Macmillan, 1978.

[2] - Clower R., *A Reconsideration of the Microfoundations of Monetary Theory*, ed.cit.

modernă, a mărimilor economice *ex ante* şi *ex post*, pe care analizele tradiționale le disociază, dar nu le mai reasamblează apoi într-o viziune unitară asupra funcționării economiei. În modul acesta, simpla juxtapunere a relațiilor *ex ante* şi a identităților *ex post*, existentă anterior în ştiința economică, a fost completată printr-o analiză a proceselor economice prin care se face trecerea de la o categorie de corelații la cealaltă.

În acest spirit, R. Clower a propus înlocuirea ipotezei existenței unui proces de tatonare de tip walrasian, în care nu se poate face distincție între echilibrul *ex ante* şi echilibrul *ex post*, cu un proces de tatonare complex, a cărui descriere permite înțelegerea deosebirii dintre actele de cerere şi ofertă „conceptuale" (intenționate a fi comise la prețurile de echilibru) şi actele de cerere şi ofertă „efective".

În planul particular al analizei monetare, „problematica realizării" este legată de modernizarea abordării tranzacționale a naturii monedei, în sensul tratării funcției de mijloc de schimb ca modalitate de facilitare şi de condiționare a realizării intențiilor agenților economici. Astfel, se consideră că dificultățile de realizare a acestor intenții şi, deci, de atingere a echilibrului schimbului, constituie costuri de informare şi de tranzacționare, pe care agenții economici tind să le reducă, ceea ce justifică emergența şi deținerea monedei.

În acest context, cererea de monedă în vederea tranzacțiilor, al cărei motiv este realizarea cheltuielilor prevăzute, este logic legată de cererea de bunuri. Această legare se realizează însă printr-un demers aproape invers celui ce ia în considerare efectul disponibilităților băneşti reale, în care, după cum am arătat, funcțiile de cerere de bunuri depind de disponibilitățile băneşti.

Ideea existenței unei constângeri bugetare, care limitează capacitatea agenților economici de a-şi realiza intențiile, a fost transpusă în termeni macroeconomici de P. Davidson[1], care a construit o funcție a cererii de monedă care ține seama de „motivul finanțării".

Reamintim că acest motiv al „preferinței pentru lichiditate" a fost introdus în ştiința economică de Keynes în articolele sale din 1937[2]. Pe linia de gândire din aceste lucrări, în modul arătat mai sus, a apărut o analiză „postkeynesiană", care constituie, de fapt, o aprofundare a rolului monedei în finanțarea investițiilor.

---

[1] - Davidson P., *Why Money Matters: Lessons from A Half-Century of Monetary Theory*, Journal of Post-Keynesian Economy, 1(1), 1978 ; *Money and the Real World*, ed. cit.

[2] - Keynes J., *Alternative Theories of the Rate of Interest*, ed. cit; *The Ex-ante Theory of the Rate of Interest*, ed. cit.

Trebuie însă precizat că acest rol este îndeplinit în condiţiile keynesiene specifice ale rigidităţii nivelului general al preţurilor şi rigidităţii ratei dobânzii.

4.2. Moneda, finanţarea şi rigiditatea preţurilor

Raţionamentul care constituie esenţa acestei analize porneşte de ipoteza că există o stare efectivă de echilibru global. Se presupune apoi că are loc o creştere autonomă a investiţiilor previzionate şi că, pentru finanţarea acestei creşteri prevăzute a investiţiilor, ΔI, există o cerere de monedă suplimentară. Această cerere este determinată de motivul finanţării, fiind egală cu: $\Delta M_c = k \cdot \Delta I$.

Validitatea raţionamentului depinde de îndeplinirea următoarelor două condiţii:

1) Economiile disponibile[1] nu permit finanţarea creşterii prevăzute a investiţiilor. Aceasta, deoarece, în teoria keynesiană, identitatea: $S_{t-1} \equiv I_{t-1}$ se verifică întotdeauna *ex post*, iar, ca urmare, economiile disponibile la începutul perioadei de referinţă, *t*, notate $S_{disp.,t}$, care nu sunt altceva decât economiile realizate în perioada anterioară, S_{t-1}, nu pot fi mai mari decât investiţiile realizate în perioada *t-1*. Or, se presupune că volumul investiţiilor proiectate pentru perioada *t* va creşte faţă de perioada *t-1*, fiind: $I_t = I_{t-1} + \Delta I$, ceea ce înseamnă că economiile disponibile la începutul perioadei t, $S_{disp.t} = S_{t-1} \equiv I_{t-1}$ nu vor fi suficiente pentru finanţarea creşterii investiţiilor, ΔI.

2) Rata dobânzii şi nivelul general al preţurilor sunt rigide, deoarece, în caz contrar, inegalitatea dintre volumul investiţiilor prevăzute şi cel al economiilor disponibile ar putea fi resorbită fie pe piaţa financiară, prin ajustarea ratei dobânzii, fie pe piaţa bunurilor, printr-o creştere a nivelului general al preţurilor, de natură să provoace „economii forţate".

În aceste condiţii, creşterea prevăzută a investiţiilor antrenează o cerere adiţională de monedă egală cu $k \cdot \Delta I$, nu doar cu ΔI. Aceasta, deoarece cererea de monedă aferentă unei anumite perioade este o cerere medie, sau, ceea ce revine însă la acelaşi lucru, viteza de circulaţie a monedei este mai mare decât unu.

---

[1] - Economiile disponibile la începutul perioadei, *t*, nu trebuie confundate cu economiile *ex ante*, care sunt economiile prevăzute pentru perioada *t*. Aceste precizări aparţin lui A. Leijonhufvud (*On Keynesian Economics and the Economics of Keynes: A Study in Monetary Theory*, ed. cit., p. 62, nota 8), care a subliniat ambiguităţile lui Keynes în această privinţă

Înseamnă că cererea adițională de monedă, ΔM_c, corespunde unei capacități de finanțare, C_F, conform relației:

$$C_F = \frac{\Delta M_c}{k} \tag{28}$$

De aici, rezultă condiția financiară de realizare a proiectelor de investiții:

$$I_t = S_{disp..t} + C_F \tag{29}$$

Conform relației (29), capacitatea de finanțare, C_F, nu poate fi obținută decât printr-o creștere a ofertei de monedă sau prin credite de investiții corespunzătoare cererii de monedă din motivul finanțării[1]. Dacă oferta de monedă sau oferta de credite nu satisfac cererea de monedă suplimentară, un anumit număr de investitori vor fi nesatisfăcuți (raționalizarea creditului), iar investițiile prevăzute nu vor putea fi realizate în totalitate.

Rezultă că, în acest proces de ajustare prin cantități, moneda devine o variabilă de realizare a investițiilor, iar „băncile dețin o poziție-cheie în mecanismul care permite creşterea activității economice"[2]. Această concepție este împărtăşită şi de alți economişti importanți din anii '30-'40, ca de exemplu, J. Schumpeter[3] şi E. Domar[4].

Fără a dezvolta subiectul din perspectiva teoriei moderne a creşterii economice, deoarece un asemenea demers ar depăşi cadrul lucrării de față, este posibilă totuşi precizarea condițiilor monetare ale creşterii producției.

4.3. Condițiile monetare ale creşterii producției

Relația „monedă→producție" poate fi exprimată prin combinarea relației: „finanțare→investiții" cu conceptul de „multiplicator", care, după cum se ştie, exprimă relația: „investiții →venit național".

---

1 - Raționamentul este limitat aici, la fel ca la Keynes, la cazul unei creşteri a investițiilor, însă poate fi aplicat la orice creştere autonomă a cererii globale.

2 - Keynes J., *The Ex-ante Theory of the Rate of Interest*, ed. cit., p. 668.

3- Schumpeter J., *Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, New York, 1939.

4 - Domar E., *Capital Expansion, Rate of Growth and Employment*, Econometrica, April, 1946.

Într-adevăr, o limită majoră a conceptului keynesian de „multiplicator" este faptul că nu ține seama de condițiile monetare necesare pentru desfăşurarea procesului de multiplicare respectiv. Această limită are doza sa de responsabiliate pentru apariția disputei dintre monetarişti şi keynesieni cu privire la factorii determinanți ai venitului național. Ea poate fi însă depăşită prin luarea în considerare a motivului finanțării şi a rolului pe care îl are în această privință creditul bancar.

4.3.1. Multiplicatorul investițional şi motivul finanțării

Condițiile monetare ale desfăşurării procesului de multiplicare sunt prezentate în figura nr. 9. Această figură combină relația exprimată de multiplicator cu funcția cererii de monedă construită de P. Davidson[1].

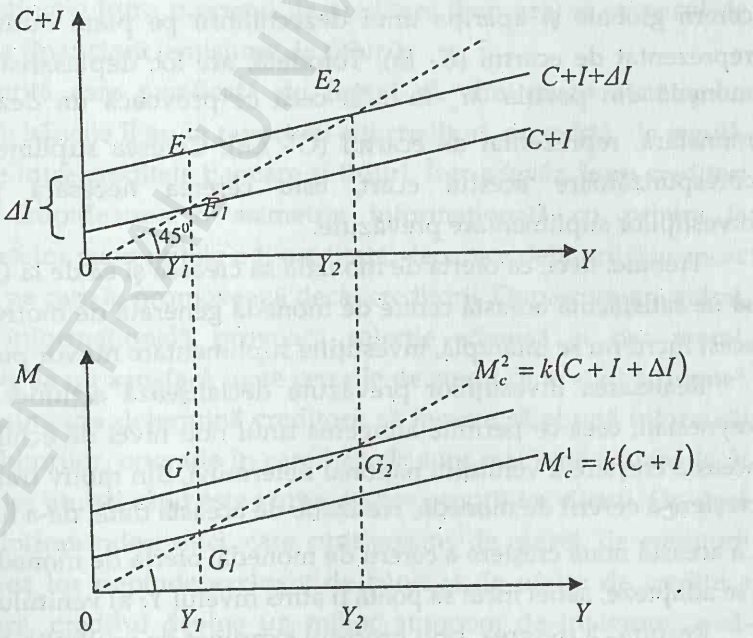


Figura nr. 9: Condițiile monetare ale multiplicatorului

1 - Davidson P., *Money and the Real World*, ed. cit.

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

După cum am arătat, această funcție integrează motivul finanțării, fiind de forma[1]:

$$M_c = k(C + I) \tag{30}$$

unde:

k — coeficient care exprimă viteza de circulație a monedei; k<1.

Situația inițială se caracterizează prin existența unei funcții a cererii globale, (*C+I*), căreia îi corespunde un nivel de echilibru al venitului global, Y_1, o funcție a cererii de monedă, M_c^1, și o stare de echilibru a pieței monetare, G_1. Această situație este o situație *ex post*, în care se realizează atât echilibrul pieței bunurilor și serviciilor, E_1, cât și echilibrul pieței monetare, G_1.

Să presupunem acum că are loc o creștere a volumului investițiilor, ΔI. Această creștere a investițiilor prevăzute determină deplasarea în sus a funcției cererii globale și apariția unui dezechilibru pe piața bunurilor și serviciilor reprezentat de ecartul (E'- E_1). Totodată, are loc deplasarea funcției cererii de monedă din poziția M_c^1 în M_c^2, ceea ce provoacă un dezechilibru pe piața monetară, reprezentat de ecartul (G'- G_1). Cererea suplimentară de monedă, corespunzătoare acestui ecart, este cererea necesară pentru finanțarea investițiilor suplimentare prevăzute.

Trebuie, deci, ca oferta de monedă să crească și ea de la G_1 la G', astfel încât să fie satisfacută această cerere de monedă generată de motivul finanțării; dacă acest lucru nu se întâmplă, investițiile suplimentare nu vor putea fi realizate.

Realizarea investițiilor prevăzute declanșează acțiunea multiplicatorului keynesian, ceea ce permite atingerea unui nou nivel de echilibru, $Y_2 > Y_1$. Însă, această creștere a venitului național determină, din motiv tranzacțional, o nouă creștere a cererii de monedă, realizată, de această dată, de-a lungul dreptei M_c^2. La această nouă creștere a cererii de monedă, oferta de monedă trebuie iarăși să i se adapteze, astfel încât să poată fi atins nivelul Y_2 al venitului național.

Rezultă că trecerea, prin procesul exprimat de multiplicator, de la starea de echilibru E_1 la starea E_2 este posibilă, dar numai în condițiile în care masa monetară crește, în doi timpi, de la G_1 la G_2.

---

[1] - A se vedea cap. X §3.1.3 *supra*.

Prin această prismă, dreapta care uneşte punctele G_1 şi G_2, exprimată de „ecuaţia de la Cambridge", $M=kY$, nu reprezintă atât o funcţie a cererii de monedă, cât o traiectorie pe care trebuie să se înscrie evoluţia acestei variabile economice pentru a se realiza atât echilibrul pieţei monetare, cât şi echilibrul pieţei bunurilor şi serviciilor. Semnificaţia acestei ecuaţii este că, la o mărime dată a coeficientului k, condiţia ca producţia potenţială să devină producţie efectivă este ca masa monetară să crească în acelaşi ritm ca potenţialul de producţie.

4.3.2. Creditul în modelul IS-LM

O altă ilustrare a acestui tip de integrare „real-monetar" este analiza efectuată de B. Bernanke şi A. Blinder[1], care au introdus în modelul *IS-LM* elementul „credit". Într-adevăr, spre deosebire de modelul *IS-LM* tradiţional, aceşti autori fac distincţie între procesul de creditare (bancară) şi procesul de finanţare de pe piaţa financiară (emisiune de titluri).

Distincţia amintită este justificată de faptul că, din cauza avantajului infomaţional pe care băncile îl au în raport cu alţi creditori, nu există, de regulă, interschimbabilitate între creditele bancare şi titluri. Într-adevăr, între creditori şi debitori există întotdeauna o asimetrie informaţională cu privire la rentabilitatea proiectelor susceptibile a fi creditate, deoarece debitorii îşi cunosc mai bine proiectele pe care le promovează decât creditorii. După cum am arătat, această asimetrie informaţională provoacă selecţie adversă şi risc moral, determinând băncile să nu satisfacă toate cererile de credit ce le sunt adresate[2]. Pe lângă aceasta, asimetria determină creditorii să încerce să obţină informaţii despre calitatea debitorilor, operaţie în care băncile sunt mai bine situate decât alţi creditori, mai ales atunci când este vorba despre proprii lor clienţi. Or, dacă aceşti clienţi sunt intreprinderi mici, care sunt ocolite, de obicei, de creditorii nebancari, finanţarea lor depinde exclusiv de bănci şi de oferta de credite a acestora. Ca urmare, creditul devine un mijloc autonom de integrare „real-monetar", deosebit de integrarea keynesiană ortodoxă prin rata dobânzii.

---

[1] - Bernanke B., Blinder A., *Credit, Money and Aggregate Demand*, American Economic Review, May, 1988.

[2] - Cap. V §2.4.2 *supra*.

Procesul de integrare prin credit poate fi reprezentat cu ajutorul unui model *IS-LM*, în care curba *IS* este înlocuită cu o curbă *CC* (*Commodites and Credit*). Acesta din urmă se obține prin combinarea relației care exprimă condiția de echilibru a pieței bunurilor și serviciilor cu relația de echilibru a pieței creditului[1].

Curba *CC* se deosebește de curba *IS* prin sensibilitatea sa mai mare la politica monetară, care o deplasează spre dreapta — în caz de creștere a masei monetare și spre stânga — în caz contrar. Astfel, în figura nr. 10, se prezintă cazul unei politici monetare expansioniste, aplicate în situația în care în economie se manifestă „capcana lichidității" (rata dobânzii este fixă).

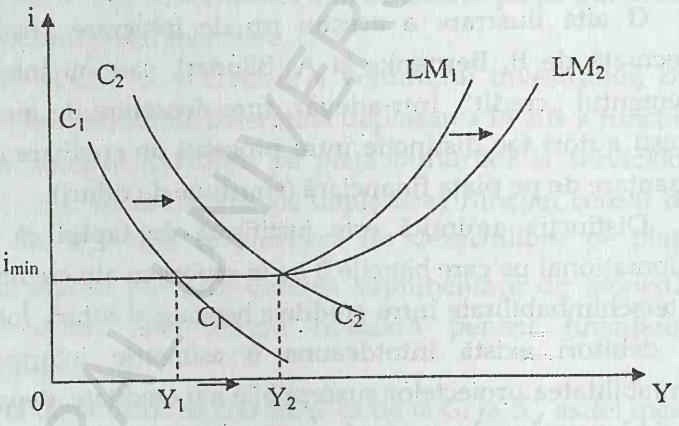


Figura nr. 10: Modelul IS-LM cu elementul „credit"

După cum rezultă din figura de mai sus, o politică monetară expansionistă determină creșterea cantității de monedă primară cu care sunt alimentate băncile comerciale, ceea ce duce la creșterea ofertei de monedă din partea sistemului bancar comercial și, deci, la deplasarea curbei *LM* spre dreapta. Creșterea ofertei de monedă presupune însă creșterea volumului creditului, ceea ce deplasează curba C_1C_1 în poziția C_2C_2, antrenând, în final, creșterea nivelului de echilibru al producției de la Y_1 la Y_2, după o logică identică cu cea învederată cu ocazia analizei motivului finanțării.

[1] - Simbolizarea *CC* este inspirată, de asemenea, de analiza lui Patinkin, care operează cu o curbă definită în planul *i-P*, nu în planul *i-Y* (*Money, Interest and Prices*, ed. cit., p. 263.)

BCU "LUCIAN BLAGA" CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

De fapt, autorii citaţi nu se limitează la cazul particular al ratei dobânzii fixe, ci completează analiza integrarii prin procesul de finanţare cu analiza integrarii prin acţiunea ratei dobânzii şi prin procesul de substituire a activelor. În modul acesta, demersul lor poate fi considerat o generalizare a ideilor exprimate de Keynes în *„Teoria generală..."* şi în articolele amintite din 1937. Trebuie însă subliniat că autorii citaţi folosesc în acest scop modelul *IS-LM*, construit de Hicks.

În pofida limitelor impuse de ipotezele restrictive pe care se bazează, analiza integrării monedei prin procesul de finanţare completează, aşadar, studiul efectelor pe care fenomenele monetare le exercită asupra producţiei şi celorlate mărimi economice reale. Relevanţa acestei extinderi a cercului fenomenelor integratoare a sferei monetare cu sfera economiei reale provine din faptul fundamental că oricât de importante ar fi investiţiile ca factor al creşterii economice, ele pot fi realizate, doar dacă sectorul bancar furnizează investitorilor moneda de care aceştia au nevoie pentru a-şi îndeplini proiectele.

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

BIBLIOGRAFIE

Acheson K., Chant S., *Mythology and Central Banking*, Kyklos, 2, 1973; *Bureaucratic Theory and the Choice of Central Bank Goals*, Journal of Money, Credit and Banking, 5, 1973

Aftalion F., Poncet P., *Les Taux d'Interet*, PUF, Paris, 1984

Aglietta M., *Ordre Monetaire et Banques Centrales*, în: Orlean A., (ed.), *Analyse Economique des Conventions*, Presses Universitaires de France, Paris, 1994

Aglietta M., Orlean A., *La Violence de la Monnaie*, PUF, Paris, 1984

Akerlof G., Dickens W., Perry G., *Low Inflation or no Inflation: Should the Federal Reserve pursue Complete Price Stability*, Chalenge Review, 1996

Akerlof G., *The Markets for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mecanism*, Quarterly Journal of Economics, 84, 1970

Alesina A., Cohen G., Rubini N., *Macroeconomics Policy and Elections in OECD Democracies*, în: Cukierman A., Hercowitz Z., Leiderman L., (ed.), *Political Economy, Growth and Cycles, MIT Press, Cambridge, Massachusetts*, 1992

Alesina A., *Macroeconomic Policy in a Two-party System as a Repetead Game*, Quarterly Journal of Economics, 102, 1987

Alesina A., Sachs J., *Political Parties and the Business Cycle in the US: 1948-1984*, Journal of Money, Credit and Banking, 20, 1988

Alesina A., Summers L., *Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence*, Journal of Money, Credit and Banking, 25, 1993

Alesina A., Tabelini G., *Rules and Discretion with Non-cordinated Monetary and Fiscal Policies*, Economic Inquiry, 25, 1987

Allais M., *Les Conditions Monetaires d'une Economie de Marche*, Revue d'Economie Politique, mai-iunie, 1993

Anderlini L., *Theoretical Modellig of Banks and Banks Runs*, în: Hahn F., (ed.), *The Economics of Missing Markets, Information and Games*, Clarendon Press, Oxford, 1989

Anderson L., Carlson K., *A Monetarist Model for Economic Stabilization*, Federal Reserve Bank of Saint Louis Review, April, 1970

Angell J., *The Comportaments of the Circular Velocity of Money*, Quarterly Journal of Economics, 1937

Antohi D., Stere T., Udrea I., Bistriceanu G., Botezatu A., *Evoluţii monetare în economia românească: determinanţi şi implicaţii*, Caiete de studii, BNR, 21, 2007

Antohi D., Udrea I., Braun H., *Mecanismul de transmisie a politicii monetare în România*, Caiete de studii BNR, 13, 2003

Archibald G., Lipsey R., *Monetary and Value Theory: A Critique of Lange and Patinkin*, The Review of Economic Studies, 26, 1, 1958

Arestis P., *Money, Pricing, Distribution and Economic Integration*, Macmillan, London, 1997

Arrow K., *Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care*, American Economic Review, 63, 1963

Aubin C., Jafay J., *L'Analyse Positive de la Politique Monetaire: Application au cas Francais (1974-1986)*, IRAPE, Universite de Poitiers, 1990.

Aubin C., *Les determinants Politiques de la Politique Monetaire: Analyse Theorique et Etude Econometrique du Cas Francais*, Universite de Poitiers, Octobre, 1983

Auernheimer L., *The Honest Government's Guide to the Revenue from the Creation of Money*, Journal of Political Economy, 82, May-June, 1974

Aujac H., *L'Inflation, Consequence Monetaire du Comportement des Groupes Sociaux*, Economie Appliquee, 2, 1950

Aziaridis C., *Self Fulfilling Prophecies*, Journal of Economic Theory, 25, 3, 1981

Bailey M., *The Welfare Cost of Inflationary Finance*, Journal of Political Economy, 64, 1956

Bakker A. F. P., *The Liberalization of Capital Movements in Europe: the Monetary Committee and Financial Integration, 1958-1994*, Kluwer Academic Publishers, London, 1996

Balassa B., *The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal*, Journal of Political Economy, Decembre, 72, 1974

Banaian K., Laney L., Willet T., *Central Bank Independence: An International Comparison*, Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review, March, 1983

Bank for International Settlements (BIS), (ed.), *Financial Structure and the Monetary Policy Transmission Mechanism*, Basle, BIS, 1995

Barnett W., Singleton K., (eds.), *New Approaches to Monetary Economics*, Cambridge University Press, 1987

Barro R., *Cash Management and the Demand for Money*, Journal of Money, Credit and Banking, February, 1974

Barro R., Gordon D., *Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy*, Journal of Monetary Economics, 12, 1, 1983

Bassoni M., Cartapanis A., *Autonomie des banques centrales et performances macroeconomiques. Un reexamen*, Revue Economique, 46, 2, 1995

Baumol W., *The Transactions Demand for Cash - An Inventory Theoretic Approach*, Quarterly Journal of Economics, November, 1952

Beck N., *Presidential Influence on the Federal Reserve in the 1970's*, American Journal of Political Science, 26, 1982

Becker G., *A Theory of the Allocation of Time*, Economic Journal, September, 1965; *A Theory of Competition Among Pressure Groups for Political Influence*, Quarterly Journal of Economics, 98, 3, 1983; *Human Capital: A Theoretical and Empirical Analysis, with Special Reference to Education*, Chicago, University of Chicago Press, (3rd ed.), 1993

Benston G., Eisenbeis R., Horvitz P., Kane E., Kaufman G., *Perspectives on Safe and Sound Banking*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 1986

Ben-Zion U., *The Cost of Capital and the Demand for Money by Firms-A Comment*, Journal of Money, Credit and Banking, May, 1974

Bernanke B., Blinder A., *Credit, Money and Aggregate Demand*, American Economic Review, May, 1988

Bernanke B., Gertler M., *Inside the Black Box: the Credit Channel of Monetary Policy Transmission*, Journal of Economic Perspectives, 9, 1995

Bernanke S., Laubach T., Mishkin F., Posen A., *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton University Press, Princeton, 1999

Bernanke S., *Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression*, American Economic Review, 6, 1983

Bhattacharya S., Gale D., *Preference Shocks, Liquidity and Central Bank Policy*, în: Barnett W., Singleton K., (eds.), *New Approaches to Monetary Economics*, Cambridge University Press, 1987

Black F., *Banking and Interest Rates in World without Money*, Journal of Bank Research, 1, 3, 1970

Blanchard O., Fischer S., *Lectures on Macroeconomics*, Cambridge, Mass., MIT Press, 1989

Blinder A., *Central Banking in Theory and Practice*, MIT Press, Mass., 1998

Blondel D., Parly M., *L'inflation de croissance*, PUF, Paris, 1977

Board of Governors, *The Federal Reserve System, Purposes and Functions*, Washington, DC, Federal Reserve Board, 1994

Böhm-Bawerk E., *Capital and Interest: A Critical History of Economical Theory*, London, Macmillan and Co.. 1890 (1884, Germ.); *The Positive Theory of Capital*, London, Macmillan and Co.. 1891 (1888, Germ.).

Boyes W., Mounts W., Sowell C., *The Federal Reserve as a Bureaucracy: An Examination of Expence-Preference Behavior*, Journal of Money, Credit and Banking, 20, 1988

Bramoulle G., Augey D., *Economie monetaire*, Dalloz, Paris, 1998

Braun A., *How Large is the Optimal Inflation Tax?*, Journal of Monetary Economics, 34,2, October, 1994

Breton A., Wintrobe R., *A Theory of "Moral Suasion"*, Journal of Economics, Mai, 1978; *The Logic of Bureaucratic Conduct*, Cambridge University Press, Cambridge, 1982

Brunner K., Meltzer A., *The Place of Financial Intermediaries in the Transmision of Monetary Policy*, American Economic Review, 53, 1963; *Some Further Investigations of Demand and Supply Functions of Money*, Journal of Finance, mai, 1964; *The Uses of Money: Money in the Theory of Exchange Economy*, American Economic Review, 61, 1971; *Money, Debt and Economic Activity*, Journal of Political Economy, 80, 1972

Bryant R., Hooper P., Mann C., *Evaluation Policy Regimes: New Empirical Research in Empirical Macroeconomics*, Brookings Institutions, Washington, 1993

Cagan P., *The Monetary Dynamics of Hyperinflation*, în: Friedman M., (ed.) *Studies în the Quantity Theory of Money*, University of Chicago Press, Chicago, 1956; *Determinants and Effects of Changes in the Stock of Money*, Princeton, Princeton University Press, 1965

Cantillon R., *Essay on the Nature of Trade in General*, London: Frank Cass and Company Ltd., 1959, (prima ediție: 1730?)

Cartelier J., *La Monnaie*, Flammarion, Paris, 1996

Cecchetti S., *Distinguishing Theories of the Monetary Transmission Mechanism*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 77, 1995

Centi J., *Integration Europeene et Concurrence des Monnaies*, Economica, Paris, 1984

Cerna S., *Banii şi creditul în economiile contemporane*, vol. I, II, Ed. Enciclopedică, Bucureşti, 1994; *Moneda şi teoria monetară*, vol. I, II, Editura Mirton, Timişoara, 2000; *Banca centrală. Credibilitate şi independenţă*, Editura Sedona, Timişoara, 2002; *Teoria anticipaţiilor raţionale şi credibilitatea politicii monetare*, Editura Universităţii de Vest, Timişoara, 2004; *Teoria zonelor monetare optime*, Universitatea de Vest, Timişoara, 2006; *Creşterea rapidă a creditului: pericole şi remedii*, Oeconomica, 3, 2006; *Politica monetară şi criza financiară*, Revista română de fiscalitate, nr. 12 (22), 2008, nr. 1 (23), 2009.

Cerna S., Donath L., Bărglăzan D., Boldea B., *Economie monetară şi financiară internaţională*, Universitatea de Vest Timişoara, 2006

Cerna S., Donath L., Şeulean V., Herbei M., Bărglăzan D., Albulescu C., Boldea B., *Stabilitatea financiară*, Editura Universităţii de Vest, Timişoara, 2008

Chari V., Jagannathan R., *Banking Panics, Information and Rational Expectations Equilibrium*, Journal of Finance, 63,3, July, 1988

Chirinko R., *Business Fixed Investment Spending: A Critical Survey*, Journal of Economic Literature, 31, 1993

Chow G., *On the Long Run and the Short Run Demand for Money*, Journal of Political Economy, April, 1966

Classen E.M., *Deux Vues Differentes sur la Monnaie*, Revue d'Economie Politique, May-Juine, 1970.

Clower R., *A Reconsideration of the Microfoundations of Monetary Theory*, Western Economic Journal, 6, 1967, p. 1-9; reprod. în: Clower R., (ed.), *Monetary Theory*, Penguin, 1969

Coase R., *The Problem of Social Cost*, Journal of Law and Economics, October, 1960

Cosimano T., Van Huyck J., *Central Bank Secrety, Interest Rate and Monetary Control*, Economic Inquiry, 31, 1993

Cowen T., Krosner R., *The Development of the New Monetary Economics*, Journal of Political Economy, 95, 3, 1987; *Explorations of the New Monetary Economics*, Basil Blackwell, Boston, 1993

Croitoru L., Dăianu D., *Ar putea fi Consiliul Monetar o soluţie pentru România?*, Caiete de studii BNR, 8, 1999

Cukierman A., *Central Bank Strategy, Credibility and Indpendence. Theory and Evidence*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 1992

Cukierman A., Edwards S., Tabellini G., *Seigniorage and Political Instability*, American Economic Rewiew, 82, June, 1992

Cukierman A., Hercowitz Z., Leiderman L., (ed.), *Political Economy, Growth and Cycles, MIT Press, Cambridge, Massachusetts*, 1992

Cukierman A., Meltzer A., *A Theory of Ambiguity, Credibility and Inflation under Discretion and Asymetric Information*, Econometrica, 54, 1986

Cukierman A., Webb S., Neyapti B., *Measuring The Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes*, World Bank Economic Review, 6, 1992

Culbertson J., *The Term Structure of Interest Rates*, Quarterly Journal of Economics, November, 1957

David J., *Un Modele de l'Economie Francaise inspire des Theses Monetaristes*, Bulletin Trimestrial de la Banque de France, 5, 1972

Davidson P., *Why Money Matters: Lessons from A Half-Century of Monetary Theory*, Journal of Post-Keynesian Economy, 1(1), 1978; *Money and the Real World*, 2nd., London, Macmillan, 1978

Diba B., Grossman H., *The Theory of Rational Bubbles in Stock Prices,* The Economic Journal, 98, September, 1988

Dicţionar de matematică şi cibernetică în economie, Ed. ştiinţifică şi enciclopedică, Bucureşti, 1979

Directiva 88/361/CEE

Domar E., *Capital Expansion, Rate of Growth and Employment,* Econometrica, April, 1946

Dorn J., Schwartz, *The Search for Stable Money: Essays on Monetary Reform,* University of Chicago Press, Chicago, 1987

Dornbusch R., *Expectations and Exchange Rate Dynamics,* Journal of Political Economy, November-December, 1976

Dowd K., *Private Money,* Hobart Paper, 112, 1988; *The Experience of Free Banking,* Routledge, London, 1992

Duesenbery J., *The Mecanics of Inflation,* Review of Economic Studies, May, 1950

Dumitrescu Ş., *Tratat de monetă,* Academia de Ştiinţe Comerciale şi Cooperatiste, Bucureşti, 1948

Dutton D., Gramm W., *Transaction Costs, Wages Rates and the Demand for Money,* The American Economic Review, 63, 4 (Sep., 1973

Economie politică, Editura didactică şi pedagogică, Bucureşti, 1972

Edgeworth F., *The Mathematical Theory of Banking,* Journal of Royal Association, 51, March, 1888

Edwards F., Mishkin F., *The Decline of Traditional Banking: Implications for Financial Stability and Regulatory Policy,* Federal Reserve Bank of New York, Economic Review, 1-2, 1995

Eppen G., Fama E., *Cash Balance and Simple Dynamic Portofolio Problems with Proportional Costs,* International Economic Review, June, 1969

European Central Bank, *The Stability Oriented Monetary Policy of the Eurosystem,* Monthly Bulletin, January, 1999

Evans G., *The Fragility of Sunspots and Bubbles,* Journal of Monetary Economics, 23, 2, March, 1989

Fama E., *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work,* Journal of Finance, May, 1970; *Short-term Interest Rates as Predictors of Inflation,* American Economic Review, June, 1975; *Banking in a Theory of Finance,* Journal of Monetary Economics, 6, 1, 1980

Fand D., *Some Implications of Money Supply Analysis,* American Economic Rewiev, mai, 1967

Feige E., Parkin M., *The Optimal Quantity of Money, Bonds, Commody Inventories and Capital,* American Economic Review, June, 1976

Feige E., Pearce D., *Economically Rational Expectations: Are Innovations in the Rate of Inflation Independent of Inovations in Measures of Monetary and Fiscal Policy,* Journal of Political Economy, June, 1976

Feldman A., Watson M., *Into the EU. Policy Frameworks in Central Europe,* IMF, 2002

Feldstein M., Stock J., *The Use of a Monetary Agreggate to Target Nominal GDP,* în: Mankiw N., (ed.), *Monetary Policy,* Chicago, London, University of Chicago Press, 1994

Fetter F., *Interest Theories, Old and New,* American Economic Review, March, 1914

Fisher I., *The Purchasing Power of Money,* 1911; *The Theory of Interest,* MacMillan, Londres, 1930; *100% Money,* Adelphi Publication, New York, 1935

Friedman M., *Essays in Positive Economics*, Chicago, The University of Chicago Press, 1953; (ed.) *Studies în the Quantity Theory of Money*, University of Chicago Press, Chicago, 1956; *A Theory of Consumption Function*, N. J. Princeton University Press, 1957; *The Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Results*, Occasional Papers, 68, 1959; *The Lag in Effect of Monetary Policy*, Journal of Political Economy, 69, 1961; *The Role of Monetary Policy*, American Economic Review, 58, 1, 1968; *The Optimum Quantity of Money*, MacMillan, Chicago, 1969; *The Counterrevolution in Monetary Theory*, 1970; *A Monetary Theory of Nominal Income*, Journal of Political Economy, March-April, 1971

Friedman M., Schwartz A., *A Monetary History of the United States: 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton, 1963; *The Definition of Money*, Journal of Money, Credit and Banking, 1969

Fukuiama F., *Încredere. Virtuțile sociale și crearea prosperității*, Editura Antet XX Press, Filipeștii de Târg, Prahova, f.a.

Garfinkel M., Oh S., *Strategic Discipline in Monetary Policy with Private Information: Optimal Targeting Horizons*, American Economic Review, 1, 1983

Gerlach S., *Testing the Quantity Theory using Long – Run Averaged Cross – Country Data*, BIS Working Paper, 31, 1995

Gertler M., *Financial Structure and Economic Activity: An Overview*, Journal of Money, Credit and Banking, 8, 1988

Gertler M., Gilchrist S., *The Role of Credit Market Imperfections in the Monetary Transmission Mechanism: Arguments and Evidence*, Scandinavian Journal of Economics, 95, 1993

Gertler M., Simon G., *Monetary Policy, Business Cycles and the Behavior of Small Manufacturing Firms*, Quarterly Journal of Economics, May, 1994, p. 309-340.

Gibson W., *The Lag in Effect of Monetary Policy on Income and Interest Rates*, Quarterly Journal of Economics, May, 1970

Goodfriend M., *Monetary Miystique: Secrety and Central Banking*, Journal of Monetary Economics, 17, 1986

Goodhart C., *Money, Information and Uncertainty*, MacMillan, Londres, 1975; *Why Do Banks Need a Central Bank?*, Oxford Economic Papers, 39, 1, March, 1987; *What Should Central Banks Do? What Should be their Macroeconomic Objectives and Operations?*, The Economic Journal, 104, 1994; *The Central Bank and the Financial System*, Cambridge, MA: MIT Press, 1995; *Can Central Bank Survive the IT Revolution?*, London School of Economics, 2000; (ed.), *Which Lender of Last Resort for Europe?*, Central Banking Publications, Londres, 2000; *Some New Directions for Financial Stability?* - BIS&Per Jacobsson Foundation, 2004

Gorton G., *Banking Panics and Business Cycles*, Oxford Economic Papers, 40, 1988

Grandmont J., *Sur la Demande de Monnaie de Court Terme et de Long Terme*, Document de travail CEPREMAP, Juin, 1972

Grandmont J., Younes Y., *On the Role of Money and the Existence of Monetary Equilibrium*, Review of Economic Studies, July, 1972

Greenfield R., Yeager L., *A Laissez Faire Approach to Monetary Stability*, Journal of Money, Credit and Banking, 1983

Grier K., *Presidential Elections and Federal Reserve Policy: An Empirical Test*, Southern Economic Journal, 54, 1987

Grilli V., Masciandaro D., Tabelini G., *Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in Industrial Countries*, Economic Policy, 13, 1991

Grossman H., *Inflation and Reputation with Generic Policy Preferences*, Journal of Money, Credit and Banking, 22, 2, 1990

Grossman H., Van Huyck J., *Seigniorage, Inflation and Reputation*, Journal of Monetary Economics, 18, 1986

Gurley J. G., Shaw E. S., *Money in a Theory of Finance*, Washington, 1960

Hahn F., (ed.), *The Economics of Missing Markets, Information and Games*, Clarendon Press, Oxford, 1989

Hall R., Mankiw N., *Nominal Income Targeting*, în: Mankiw N., (ed.), *Monetary Policy*, Chicago, London, University of Chicago Press, 1994

Hall R., *Monetary Trends in the United States and the United Kingdom: A Review from the Perspective of the New Developments in Monetary Economics*, Journal of Economic Literature, 1982; *Optimal Fiduciary Monetary System*, Journal of Monetary Economics, 12, 1, 1983; *Macroeconomic Policy under Structural Change*, în: Federal Reserve Bnak of Kansas City (ed.), *Industrial Change and Public Policy*, Kansas City, Federal Reserve System, 1983

Handa J., *Monetary Economics*, Routledge, London&New York, 2000

Harris L., *Monetary Theory*, Mac Graw Hill, 1985

Havrilesky T., *A Public Choice Perspective on the Cycle in Monetary Policy*, Cato Journal, 9, 1990; *The Frequency of Monetary Policy Signalling from the Administration to the Federal Reserve*, Journal of Money, Credit and Banking, 23, 1991

Havrilesky T., Gildea J., *The Policy Preferences of FOMC Members as Revealed by Dissenting Votes*, Journal of Money, Credit and Banking, 23, 1991

Hayek F., *Prices and Production*, Routledge, Londres, 1931; *Constituția libertății*, Institutul European, Iași, 1998; *Denaționalizarea banilor: Argumentul îmbunătățit*, Libertas Publishing, Bucureşti, 2008

Healey N., Harrison B., (eds.), *Central Banking in Eastern Europe*, Routledge, London, 2004

Hellwing M., *The Demand for Money and Bonds in Continuous time Model*, Journal of Economic Theory, December, 1975

Hibbs D., *Political Parties and Macroeconomic Policy*, American Political Science Review, 71, 1977

Hicks J., *Mr. Keynes and the „Classics": A suggested interpretation*, Econometrica, 5, 1937; *Value and Capital*, 1939, Clarendon Press, Oxford, 2nd ed., 1946; *Liquidity*, Economic Journal, 1962; *Critical Essays in Monetary Theory*, Clarendon Press, Oxford, 1967; *The Crisis in Keynesian Economics*, Basil Blackwell, New York, 1974

Hodgman D., *Credit Risk and Credit Rationning*, Quarterly Journal of Economics, Mai, 1960.

Hoggarth G., Reis R., Saporta V., *Costs of Banking System Instability: Some Empirical Evidence*, Journal of Banking and Finance, 26, 5, 2002

Holtrop M.W., *Theories of the Velocity of Circulation of Money in Earlier Economic Literature*, Economic Journal Supplement: Economic History, 33, 4, 1929

Hoover K., *Commentary*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 77, 3, 1995, p. 26-32

Hubbard R., *Is There a "Credit Channel" for Monetary Policy?*, Federal Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 77, 1995

Huerta de Soto, *Banque Centrale ou Banque Libre: Le Debat Theorique sur les Rezerves Fractionnaires*, Journal des Economistes et des Etudes Humaines, 5, 2-3, Juin-Septembre, 1994

Ilieva J., Gregoriou A., Tsitsannis N., *Central Bank Independences and Inflation Performances in Transition Economies*, în: Healey N., Harrison B., (eds.), *Central Banking in Eastern Europe*, Routledge, London, 2004

Imbrohoroglu A., Prescott E., *Seigniorage as a Tax: A Quantitative Evaluation*, Journal of Money, Credit and Banking, 23, 3, August, 1991

Irwin R.D., (ed.), *Banking and Monetary Studies*, Homewood, 1963

Isărescu M., *Stabilitatea preţurilor şi stabilitatea financiară*, Dizertaţie cu ocazia decernării titlului de *"Doctor honoris causa"* al Universităţii din Piteşti, 8 decembrie 2006

Jacklin C., Bhattacharya S., *Distinguishing Panics and Information-based Bank Runs: Welfare and Policy Implications*, Journal of Political Economy, 96, 3, June, 1988

Jacobson T., Molin J., Vredin A., *How can Central Banks promote Financial Stability?*, Economic Review, 2, 2001

Jaffee D., Modigliani F., *A Theory and Test of Credit Rationing*, American Economic Review, Decembre, 1969

Johnson H., *Monetary Theory and Policy*, American Economic Review, June, 1962, reprod. în: Johnson H. G., *Essays in Monetary Economics*, Unwin University Books, 1967; *A Note on Dishonest Government and the Inflation Tax*, Journal of Monetary Economics, 3, July, 1977

Jordan J., *Elements of Money Stock Determination*, Review, Federal Reserve Bank of Saint Louis, October, 1969

Kaldor N., *Economic Growth and the Problem of Inflation*, Economica, 1959

Kalecki M., *Professor Pigou on the Classical Stationary State – A Comment*, Economic Journal, 1944

Kane E., *Bureaucreatic Self-Interest as an Obstacle to Monetary Reform*, în: Mayer T., (ed.), *The Political Economy of American Monetary Policy*, Cambridge University Press, Cambridge, 1990

Kashyap A., *The Lending Channel and European Monetary Union*, în: Collignon S., (ed.), *European Monetary Policy*, London, Pinter, 1997

Kaufman G., *Bank Runs: Causes, Benefits and Costs*, Cato Journal, 17, 3, 1988

Keynes J. M., *A Tract on Monetary Reform*, 1923, în: *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. IV, London and Basingstoke, MacMillan, 1971; *A Treatise on Money*, MacMillan, London, 1930; *The General Theory: Fundamental Concepts and Ideas*, Quarterly Journal of Economics, February, 1937, reprod. în: Clower R. W., (ed.), *Monetary Theory*, Penguin, 1969; *Alternative Theories of the Rate of Interest*, Economic Journal, June, 1937; *The Ex-ante Theory of the Rate of Interest*, Economic Journal, December, 1937; *Teoria generală a folosirii mîinii de lucru, a dobînzii şi a banilor*, Editura ştiinţifică, Bucureşti, 1970

Kindleberger C., *Mania, Panics and Crasch: A History of Financial Crisis*, Basic Books, New York, 1989; *Standarts as Public, Collective and Private Goods*, Kyklos, vol. 36, nr. 3, 1983

Kindleberger C., Laffargue J., (eds.), *Financial Crises: Theory, History and Policy*, Cambridge, Cambridge University Press, 1982

King R., *On the Economics of Private Money*, Journal of Monetary Economics, 12, 1, July, 1983

Kiriţescu K., *Sistemul bănesc al leului şi precursorii lui*, Editura Academiei, Bucureşti, vol. I, 1964; *Moneda. Mică enciclopedie*, Ed. Enciclopedică, Bucureşti, 1982

Kiriţescu C., Dobrescu E., *Moneda-mică enciclopedie*, Ed. Enciclopedică, Bucureşti, 1998

Kirzner I., *Essays on Capital and Interest*, McKelly, New York, 1996

Kismer F., Wagner H., *Central Bank Independence and Macroeconomic Performance. A Survey of the Evidence*, în: Healey N., Harrison B., (eds.), *Central Banking in Eastern Europe*, Routledge, London, 2004

Klein B., *The Competitive Suply of Money*, Journal of Money, Credit and Banking, 6, 4, November, 1974

Knapp F., *Staatliche Theorie des Geldes*, Leipzig, 1921

Knight F., *Risk, Uncertainty and Profit*, Boston, MA: Hart, Schaffner & Marx; Houghton Mifflin Company, 1921

Koopmans T., *Scientific papers of Tjalling C. Koopmans*, 1970

Kornai J., *The Socialist System. The Political Economy of Communism*, Princeton University Press, Princeton, 1993

Koskela E., *A Study of Bank Behavior and Credit Rationing*, Academia Scientarum Fennica, Helsinki, 1976

Kurihava K., (ed.), *Post Keynesian Economics*, N. J. Rutgers University Press, 1954

Kydland F., Prescott E., *Rules rathe then Discretion: The Inconsistency of Optimal Plan*, Journal of Political Economy, 85, 3, 1977

Laffont J., *Le Risqué Moral et la Relation de Mandat*, Revue Economique, 38, 1, 1987

Laidler D., *The Definition of Money*, Journal of Money, Credit and Banking, 1969; *The Demand for Money: Theories and Evidence*, 3rd edn., New York, Dun-Donnelley, 1985; *Free Banking: Theory*, în: Eatwell J., Milgate M., Newman P., (eds.), *The New Palgrave: Dictionary in Money and Finance*, MacMillan, London, 1992

Lange O., *Say's Law: A Restatement and Criticism*, în: Lange O. et al., (edits.), *Studies in Mathematical Economics*, 1942

Largier F., *Analiyse economique da la Politique*, Cujas, Paris, 1991

Legea nr. 312/2004, Monitorul Oficial, Partea I, nr. 582, 30.06.2004

Leinjonhufvud A., *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes: A Study in Monetary Theory*, Oxford University Press, Londres, 1968

Lerner A., *The Economics of Control*, MacMillan, New York, 1944

Leroux A., *La France, L'Inflation et les Socio-Structures*, GEEDA, Paris, 1980

Levacic R., *Bank of England: Servant or Master?*, Journal of Economic Affairs, Juillet, 1983

Levhari D., Patinkin D., *The Role of Money in a Simple Growth Model*, American Economic Review, september, 1968

Lewis K., *Why Doesn't Society Minimise Central Bank Secrety*, Economic Inquiry, 29, 1991

Lintner J., *The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets*, Review of Economics and Statistics, 47, 1965

Lipsey R., *The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in United Kingdom, 1861-1957: A Further Analysis*, Economica, 105, 1960

Lorie M., *Price Quantity Adjustments in a Macro-Disiquilibriumness Model*, Economic Inquiry, April, 1978

Lucas R., *Expectations and Neutrality of Money*, Journal of Economic Theory, Vol. 4, 1972

Luckett D., *Professor Lutz and the Structure of Interest Rates*, Quarterly Journal of Economics, February, 1959

Lutz F., Lutz V., *The Theory of Investment of the Firm*, Princeton University Press, Princeton, NJ, 1951, reprint, Westport, Coon: Greenwood, 1969

Machlup F., *Another View of Cost-Push and Demand-Pull Inflation*, Review of Economic Studies, May, 1950

Mankiw N., (ed.), *Monetary Policy*, Chicago, London, University of Chicago Press, 1994

Marchal J., Lecaillon J., *Theorie des Flux Monetaires*, Cujas, Paris, 1967

Marini F., *Les Fondements Micro-economiques du Concept de Panique Bancaire: Un Introduction*, Revue Economique, 43, 2, Mars, 1992

Markowitz H., *Portfolio Selection*, Journal of Finance, 7, 1, 1952 reprod. în: Stancu I. (ed.), *Articole fundamentale în teoria financiară, cu aplicații practice*, Bucureşti, 1998

Marshall A., *Money, Credit and Commerce*, MacMillan, Londres, 1924

Masera R., *The Term Structure of Interest Rates*, Clarendon Press , Oxford, 1972

Masson P., Savastano M., Sunil S., *Can Inflation Targeting Be a Framework for Monetary Policy in Developing Countries?*, Finance & Development, IMF, 130, 1997;

Mayer T., *The Empirical Significance of the Real Balance Effect*, Quarterly Journal of Economics, LXXIII, 1959; (ed.), *The Political Economy of American Monetary Policy*, Cambridge University Press, Cambridge, 1990

McCallum B., *Monetarist Rules in the Light of Recent Experience*, American Economic Review, 74, 2, 1984; *Monetary Economics*, New York, MacMillan, 1989

Meade J., *The Meaning of International Balance*, Economic Journal, 88, 1978

Meiselman D., *The Term Structure of Interest Rates*, Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hali, 1962

Meltzer A., *Information, Sticky Prices and Macroeconomic Foundations*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 77, 3, 1995; *Voitings Rights and Redistribution: Implication for Liberal Democratic Governments*, Journal des Economistes et des Etudes Humaines, 2, 1, Mars, 1991; *Monetary, Credit (and Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective*, Journal of Economic Perspectives, 9, 1995

Menger C., *Principles of Economics*, 1871, trad. engl.: Dingwall J., (ed.), New York University Press, 1981

Mester L., *Further Evidence Concerning Expence-Preference and the Fed*, Journal of Money, Credit and Banking, 26, 1994

Metlzer A., *Money, Intermediation and Growth*, Journal of Economic Litterature, 1969

Michener R., *Rules, Commitment and the Search for Stable Money*, Journal of Monetary Economics, 23, 1, 1989

Milgrom P., Roberts J., *Economics, Organization and Management*, London: Prentice-Hall,1992

Miller P., *The Transactions Demand for Money in a Three-Asset Economy*, International Economic Review, June, 1977

Miller M., Orr D., *A Model of the Demand for Money by Firms*, Quarterly Journal of Economics, 80, 1966; *The Demand for Money by Firms: Extension of Analitycal Results*, Journal of Finance, December, 1968

Mises L., *Human Action: A Treatise on Economics*, Fox&Wilkes, San Francisco, 1966; *The Theory of Money and Credit*, Liberty Press, Indianapolis, Indiana, 1980

Mishkin F., *The Household Balance Sheet and the Great Depression*, Journal of Economic History, 38, 4, 1978; *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, New York, HarperCollins, 1995; *The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers*, FED Kansas, 1997; *Global Finacial Instability: Framework, Events, Issues*, Journal of Economic Perspectives, 13, 1999

Modigliani F., *Monetary Policy and Consumption*, în: *Consumer Spending and Monetary Policy: The Linkages*, Federal Reserve Bank of Boston, Boston, 1971; *The Monetarist Controversy or Should We Forsake Stabilization Policies?*, American Economic Review, Mars, 1977

Modigliani F., Ando A., *The Life Cycle Hypothesis of Saving: An Aggregate Implications and Tests*, America Economic Review, March, 1963

Modigliani F., Brumberg R., *Utility Analysis and Consumption Function, An Interpretation of the Cross-Sectors Data*, în: Kurihava K., (ed.), *Post Keynesian Economics*, N. J. Rutgers University Press, 1954

Modigliani F., Sutch R., *Debt Management and the Term Structure of Interest Rates: An Empirical Analysis of Recent Experience*, Journal of Political Economy, August, 1967

Motley B., *A Demand for Money Function for the Household Sector*, Journal of Finance, September, 1967

Mouchot C., (ed.), *Oeuvres complètes de Jean-Baptiste Say*, Economica, 2006

Mullineaux D., *Competitive Monies and the Suffolk Bank System: A Contractual Perspective*, Southern Economic Journal, 53, April, 1987

Mundell R., *The Monetary Dynamics of International Adjustement under Fixed and Flexible Exchange Rates*, Quarterly Journal of Economics, vol. 74, 1960; *Inflation and Real Interest*, Journal of Political Economy, June, 1961; *A Theory of Optimum Currency Area*, American Economic Review, 1961

Mungiu-Pippidi A., Athabe G., *Secera şi buldozerul. Scorniceşti şi Nucşoara. Mecanisme de aservire a ţăranului român*, Polirom, Iaşi, 2002

Munteanu C., *Despre controversele metodologice din ştiinţa economică*, Oeconomica, XVI, 4, 2007 - XVII, 1, 2008

Muth J. F., *Rational Expectations and the Theory of Price Movements*, Econometrica, 29, 1961

Myrdal G., *Value in Social Theory: A Selection of Essays on Methodology*, Harper, 1958

N'Guessan T., *Un modele de Comportament Bureaucratique de la Banque Centrale*, Revue Economique, 5, 1991

Nagatani K., A *Note on Proffesor Tobin's „Money and Economic Growth"*, Econometrica, January, 1970

Nechită R., *Libertarienii şi moneda*, 22, 204, 2006

Negrea R., *Moneda, de la scoicile-monedă la cecul electronic*, Editura Albatros, Bucureşti, 1988

Newlyn T., *Theory of Money*, Clarendon Press, Oxford, 1962, p. 38

Niehans J., *Interest and Credit in General Equilibrium with Transactions Costs*, America Economic Review, May, 1975

Nordhaus N., *The Political Business Cycle*, Review of Economic Studies, 42, 130, 1975

Ohlin B., *The Stockholm Theory of Saving and Investment*, Economic Journal, 1937

Olson M., *The Logical of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups*, Harvard University Press, 1966

Orlean A., (ed.), *Analyse Economique des Conventions*, Presses Universitaires de France, Paris, 1994

Orr D., *Cash Management and the Demand for Money*, Praeger, New York, 1971

Ostroy J., *The Informational Efficiency of Monetary Exchange*, American Economic Review, September, 1973

Patat J. P., *La stabilité financière, nouvelle urgence pour les banques centrales*, Bulletin de la Banque de France, 84, 2000

Patinkin D., *Money, Interest and Prices*, 2 ed., New York, 1965

Perlman M., *The Roles of Money in a Economy and the Optimum Quantity of Money*, Economica, August, 1971

Person T., Svenson L., *Why a Stubborn Conservative Would Run a Deficit? Policies with Time Consistent Preferences*, Quarterly Journal of Economics, 104, 1989

Pesek B., Saving T., *Money, Wealth and Economic Theory*, MacMillan, Londres, 1967

Phelps E., *Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time*, Economica, 34, 1967; *Microeconomic Foundations of Employment and Inflation Theory*, Norton, New York, 1970

Phillips A., *The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in United Kingdom, 1861-1957*, Economica, 25, 1958

Phillips C., *Bank Credit*, MacMillan, New York, 1920

Pigou A. C., *The Value of Money*, Quarterly Journal of Economics, 32, 1917, republicat în: *Readings in Monetary Theory*, G. Allen&Unwin Ltd., Londres, 1952; *Employment and Equilibrium*, London, 1941; *The Classical Stationary State*, Economic Journal, 1943; *Economic Progress in a Stable Environment*, Economica, August, 1947, republicat în: *Readings in Monetary Theory*, G. Allen&Unwin Ltd., Londres, 1952.

Poole W., *Optimal Choice of Monetary Policy Instrument in A Simple Stochastic Macro Model*, Quarterly Journal of Economics, 84, 2, 1970

Popa C., *Ţintele alternative în orientarea politicii monetare*, Caiete de studii BNR, 9, 2000

Popa C., ş. a., *Ţintirea directă a inflaţiei: o nouă strategie de politică monetară. Cazul României*, Caiete de studii BNR, 10, 2003

Postlewaite A., Vives X., *Bank Runs as an Equilibrium Phenomenon*, Journal of Political Economy, 95, 3, 1980

Prescott E., Kydland F., *Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans*, Journal of Political Economy, 85,1977

Radcliffe Report, Committee on Working of the Monetary System, Londres, 1959

Ramey V., *How Important is the Credit Channel for the Transmision of Monetary Policy?*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39, 1993

Raport asupra stabilităţii financiare 2007, 2008, BNR

Renversez F., *Elements d'Analyse Monetaire*, Dalloz, Paris, 1995

Ricardo D., *On the Principles of Political Economy and Taxation*, John Murray, London, 1821

Roberson D., *Essays in Monetary*, Londres, 1940

Robinson J., *Disguised Unemployment*, The Economic Journal, 1936; *Accumulation of Capital*, Macmillan, London, 1956; *Essays in the Theory of Economic Growth*, Macmillan, London, 1962

Rogoff K., *The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target*, Quarterly Journal of Economics, 100, 1985, p. 1169-1190

Roll R., *A Critique of the Asset Pricing Theory's tests*, Journal of Financial Economy, 1977

Roosa R., *Interest Rates and the Central Bank*, în: *Money, Trade and Economic Growth*, MacMillan, New York, 1951.

Rothbard M., *Man, Economy and State*, Nash Publishing, Los Angeles, 1962; *The Myth of Free Banking in Scotland*, The Review of Austrian Economics, Ludwing of Mises Institute, Lexington Books, Washington D.C., 2, 1988; *The Case for a Une Hundred Percent Gold Dolar*, The Ludwing Von Mises Institute, Auburn University, 1991; *Ce le-a făcut statul banilor noştrii?*, Institutul Von Mises — România, 2005.

Rudebusch G., *Assessing Nominal Income Rules for Monetary Policy with Model and Data Uncertainty*, ECB Working Paper, 14, 2000

Rudin J., *Central Bank Secrety, „Fed Watching" and the Predictibility of Interest Rate*, Journal of Monetary Economics, 22, 1988

Ruffini P., *Les Theories Monetaires*, Seuil, Paris, 1996

Salsman R., *Bankers as Scapegoats for Government-Created Crises in US History*, în: White L., (ed.), *The Crisis in American Banking*, New York University Press, New York, 1993

Samuelson P., *The Pure Theory of Public Expenditure*, Review of Economics and Statistics, 1954

Samuelson P., Norhaus W., *Economie politică*, Teora, Bucureşti, 2000

Samuelson P., Solow R., *Problem of Achieving and Maintaining a Stable Price Level: Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy*, American Economic Review, 50, 2, 1960

Sargent J., *Commodty Price Expectations and the Interest Rate*, Quarterly Journal of Economics, February, 1969; *Interest and Prices in the Long Term: A Study of the Gibson Paradox*, Journal of Money, Credit and Banking, February, 1973

Sargent J., Wallace N., *Rational Expectations, the Otimal Monetary Instruments and the Optimal Money Supply Rule*, Journal of Political Economy, 83 (2), 1975; *Rational Expectations and Inflation*, New York, Harper&Row, 1976

Saving T., *Transaction Costs and The Demand for Money*, American Economic Review, June, 1971; *Transaction Costs and the Firms's Demand for Money*, Journal of Money, Credit and Banking, February, 1972; *Transactions Costs Functions and the Inventory-Theoretic Approach*, Journal of Money, Credit and Banking, February, 1976

Say J. B., *Cours a l'Athene*, 1819, reed. în: *Cours d'Economie Politique et autres Essais*, Flammarion, Paris, 1996; *Traité d'économie politique, ou simple exposition de la manière dont se forment les richesses*, 1803, în: Mouchot C., (ed.), *Oeuvres complètes de Jean-Baptiste Say*, Economica, 2006

Schotta C., *The Real Balance Effect in the US, 1947-1963*, Journal of Finance, XIX, 1964

Schumpeter J., *Business Cycles: A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, New York, 1939; *History of Economic Analysis*, London, University of Chicago Press, 1954

Schwartz A., *Real and Pseodo-Financial Crises*, în: Capie F., Woods G., (eds.), *Financial Crises and World Banking System*, New York, 1986

Sechrest L., *Free Banking, Theory, History and Laissez-Faire Model*, Quorum Books, Westport, Connecticut, 1993

Selgin G., White L., *How Would The Invisibile Hand Handle Money?*, Journal of Economic Literature, vol. 32, nr. 4, December, 1994

Sharpe W., *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*, Journal of Finance, 19, 3, 1964, p. 425-442

Shiller R., *Rational Expectations and the Dynamic Structure of Rational Expectations Models: A Critical Review*, Journal of Monetary Economics, 4, 1978

Shugart W., *A Public Choise Perspective of the Banking Act of 1933*, Cato Journal, 17, 3, 1988

Shugart W., Tollison R., *Preliminary Evidence on the Use of Inputs by The Federal Reserve System*, American Economic Review, 73, 1983

Sigler G., *The Theory of Economic Regulation*, Bell Journal of Economics and Management Sciences, 1971

Smets F., *Central Macroeconometric Models and Monetary Policy Transmision Mechanism*, în: Bank for International Settlements (BIS), (ed.), *Financial Structure and the Monetary Policy Transmission Mechanism*, Basle, BIS, 1995

Smith V., *The Rationale of Central Banking and the Free Banking Alternative*, Liberty Press, Indianapolis, 1990

Sowell T., *Say'Law. An Historical Analysis*, Princeton University Press, 1972

Stancu I. (ed.), *Articole fundamentale în teoria financiară, cu aplicații practice*, Bucureşti, 1998

Stein J., *Money and Capacity Growth*, Journal of Political Economy, October, 1966; *Cheap Talk and the Fed: A Theory of Imprecise Policy Annoucements*, American Economic Review, 79, 1989

Stiglitz J., *The Dependence of Quality on Price*, Journal of Economic Literature, Mars, 1987

Stiglitz J., Weiss A., *Credit Rationning in Markets with Imperfect Information*, American Economic Review, Juin, 1981

Stuart Mill J., *Principles of Political Economy with some of their Applications to Social Philosophy*, ed. by W. Ashley, Longmans, Green and Co., London, 1909 (prima ediție: 1848)

Summers L., *International Financial Crises: Causes, Prevention and Cures*, American Economic Review, Papers and Proceedings, Vol. 90, 2000

Svensson L., *Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets*, European Economic Review, 41, 6, 1997; *Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule*, Journal of Monetary Economics, 43, 1999

Tabellini G., *Secrety of Monetary Policy and the Variability of Interest Rate*, Journal of Money, Credit and Banking, 19, 4, 1987

Taylor J., *What Would Nominal GNP Targeting Do to Business Cycle?*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 22, 1985; *Macroeconomic Policy in a World Economy: From Econometric Design to Practical Operation*, N. W. Norton, New York, 1993; *The Monetary Transmission Process: An Empirical Framework*, Journal of Economic Perspectives, 9, 4, 1995

Taylor M., *The Economics of Exchange Rates*, Journal of Economic Literature, 33, 1995

Tobin J., *Liquidity Preference as Behaviour Towards Risk*, Review of Economic Studies, 26, 1958, reprod. în: Stancu I. (ed.), *Articole fundamentale în teoria financiară, cu aplicații practice*, Bucureşti, 1998; *Commercial Banks as Creators of Money*, în: Irwin R.D., (ed.), *Banking and Monetary Studies*, Homewood, 1963; *A General Equilibrium Approach to Monetary Theory*, Journal of Money, Credit and Banking, 1, 1969; *Monetary Policy: Rules, Targets and Shocks*, Journal of Money, Credit and Banking, 15, 4, 1983

Toma M., *Inflationary Bias of the Federal Reserve System: A Bureaucratic Perspective*. Journal of Monetary Economics, 10, 2, 1982

Trebici V. (coord.), *Mică enciclopedie de statistică*, Ed. ştiințifică şi enciclopedică. Bucureşti, 1985

Triffin R., *L'or et la crise du dollar*, PUF, Paris, 1962

Tsiang S., *Walras'Law, Say's Law and Liquidity Preference in General Equilibrium Analysis*, Journal of Political Economy, January - February, 1966; *The Precautionary Demand for Money: An Inventory Theoretical Analysis*; Journal of Political Economy, January-February, 1969

Tucker D., *Macrodynamic Models and the Demand for Money under Market Disequilibriumness*, Journal of Money, Credit and Banking, February, 1971

Tullock G., *Competing Monies*, Jurnal of Money, Credit and Money and Banking, vol. 7, November, 1975

Turgot A., *Reflexions sur la formation et la distribution des richesses*, 1766, în: *Ecrits Economiques*, Calman-Levy, Paris, 1970

Varnetti P., *La Theorie de la Recherche de Rente*, Analyses de la SEDEIS, 8, 1990

Vaubel R., *The Government's Money Monopoly: Externalities or Natural Monopoly*, Kyklos, vol. 37, nr. 1, 1984

Vickers J., *Signalling in Model of Monetary Policy with Incomplete Information*, Oxford Economic Papers, 38, 1986

Volcker P., *The Federal Reseve Position on Restructuring of Financial Regulation Responsabilities*, Federal Reserve Bulletin, 70, 1984

von Weizsäcker C., *Das Problem der Vollbeschäftigung heute*, Zeitschrift für Wirtschafts- and Sozialwissenschaften, 1978

Waldo D., *Bank Runs, The Deposit Currency Ratio and The Interest Rate*, Journal of Monetary Economics, 29, 3, June, 1985

Waller C., *The Politics of Monetary Policy: A Game Theory Model of Coercion and Bashing by the Administration*, Economic Inquiry, 24, 1991

Walras L., *Elements d'economie politique pure*, 1874, republic., Sirey, 1952

Walsh C., *Optimal Contracts for Central Bankers*, American Economic Review, 85, 1, 1995; *Monetary Theory and Policy*, Cambridge, Mass., MIT Press, 1998

Walters A., *The Demand for Money-The Dynamic Properties of the Multiplier*, Journal of Political Economy, June, 1967

Weber M., *Grundriss der Sozialoeconomik*, III Abt., I Teil, Tubingen, 1921; *Etica protestantă si spiritul capitalismului*, Humanitas, Bucureşti, 2003

Weintraub R., *Congressional Supervision of Monetary Policy*, Journal of Monetary Economics, 4, 1978

White L., *Competitive Monetary Reform: A Review Essay*, Journal of Monetary Economics, 26, 1, August, 1990

Wicksell K., *Interest and Prices*, MacMillan, Londres, 1936 (1898)

Willet T., *Political Business Cycles-The Political Economy of Money, Inflation and Unemployment*, Duke University Press, Durham, 1988

Wooley J., *Monetary Politics*, Cambridge University Press, Cambridge, Massachusetts, 1984

Yeager L., *Stable Money and Free Market Currencies*, Cato Journal, vol. 3, nr. 1, 1983

Yohe W., Karnosky D., *Interest Rates and Prices Level Changes*, Federal Reserve Bank of Saint Louis Review, December, 1969

BCU IASI/ONLINE ALL UNIVERSITY LIBRARY

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

INDICE DE NUME

A

Acheson K., 188, 447, 721
Aftalion F., 490, 721
Aglietta M., 147, 411, 721
Akerlof G., 256, 310, 315, 577, 721
Albulescu C., 724
Alesina A., 410, 433, 434, 437, 440, 441, 443, 721
Allais M., 168, 721
Anderlini L., 261, 721
Anderson L., 598, 721
Angell J., 461, 467, 721
Antohi D., 304, 311, 332, 334, 364, 491, 722
Archibald G., 676, 704, 705, 722
Arestis P., 433, 722
Arrow K., 188, 264, 675, 722
Athabe G., 431, 731
Aubin C., 189, 448, 722
Auernheimer L., 575, 722
Augey D., 128, 723
Aujac H., 555, 722
Aziaridis C., 260, 722

B

Bailey M., 572, 722
Bakker A. F., 722
Balassa B., 651, 722
Banaian K., 438, 722
Barnett W., 261, 722, 723
Barro R., 190, 368, 403, 409, 410, 412, 414, 418, 425, 449, 517, 518, 541, 722
Bassoni M., 443, 722
Baumol W., 514, 516, 517, 519, 521, 664, 722
Bărglăzan D., 724
Beck N., 444, 722
Becker G., 429, 431, 508, 722
Benston G., 264, 722
Ben-Zion U., 518, 723
Bernanke B., 717, 723
Bernanke S., 308, 310, 333, 369, 723
Bhattacharya S., 261, 263, 723, 728
Bistriceanu G., 421, 722
Black F., 149, 281, 723
Blanchard O., 297, 723
Blinder A., 292, 717, 723
Blondel D., 499, 723
Böhm-Bawerk E., 118, 147, 580, 581, 591, 682, 684, 723
Boldea B., 724
Botezatu A., 491, 722
Boyes W., 450, 723
Bramoulle G., 128, 723
Braun A., 576, 723
Braun H., 304, 311, 332, 334, 364, 722
Breton A., 188, 723
Brumberg R., 307, 731
Brunner K., 136, 174, 180, 296, 513, 696, 698, 723

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Bryant R., 332, 723

C

Cagan P., 241, 242, 296, 572, 598, 723
Cantillon R., 465, 526-528, 535, 646, 723
Carlson K., 598, 721
Cartapanis A., 443, 722
Cartelier J., 147, 723
Cecchetti S., 310, 723
Centi J., 251, 284, 723
Cerna S., 31, 106, 110, 188, 253, 259, 260, 269, 288, 292, 303, 322, 324, 327, 350, 352, 365, 396, 397, 409, 489, 566, 568, 724
Chant S., 188, 447, 721
Chari V., 263, 724
Chirinko R., 333, 724
Chow G., 493, 724
Classen E. M., 167, 724
Clower R., 148, 149, 471, 497-503, 711, 712, 724, 728
Coase R., 251, 251, 724
Cohen G., 437, 721
Cosimano T., 422, 724
Cowen T., 148, 150, 724
Croitoru L., 351, 724
Cukierman A., 413, 421, 423, 426, 436-439, 441-443, 576, 721, 724
Culbertson J., 618, 724

D

David J., 493, 724
Davidson P., 114, 471, 505-507, 512, 711, 712, 715, 724
Dăianu D., 351, 724
Diba B., 259, 725
Dickens W., 577, 721
Dobrescu E., 234, 271, 452, 463, 622, 636, 728
Domar E., 714, 725
Donath L., 646, 724
Dorn J., 425, 725
Dornbusch R., 655, 725
Dowd K., 247, 265, 266, 725
Duesenbery J., 558, 725
Dumitrescu Ş., 14, 147, 247, 725
Dutton D., 508, 725

E

Edgeworth F., 253, 254, 725
Edwards F., 311, 725
Edwards S., 576, 724
Eisenbeis R., 264, 722
Eppen G., 517, 518, 725
Evans G., 259, 725

F

Fama E., 150, 255, 256, 281, 517, 518, 604, 605, 725
Fand D., 173, 725,
Feige E., 522, 680, 725
Feldman A., 568, 725
Feldstein M., 342, 599, 725
Fetter F., 580, 589, 725
Fischer S., 297, 723
Fisher I., 114, 147, 168, 294, 464, 466-468, 495, 504, 526, 528, 529, 547, 586, 592, 594, 596-599, 603-605, 611, 614, 688, 699, 700, 704, 725
Friedman M., 7, 21, 35, 123, 132, 138, 167, 174, 240-242, 296, 304, 307, 309, 322, 325, 326, 339, 346, 358, 361, 395, 425, 426, 469, 471, 482-494, 496, 526, 535, 536, 538, 546, 547, 566, 572, 573, 598, 663, 664, 678, 679, 681, 694-697, 723, 726
Fukuiama F., 251, 726

G

Gale D., 261, 723
Garfinkel M., 424, 427, 726
Gerlach S., 296, 726
Gertler M., 308, 310, 333, 334, 723, 726
Gibson, A., 596, 597
Gibson W., 594, 726
Gilchrist S., 310, 334, 726
Gildea J., 445, 727
Goodfriend M., 411, 418, 568, 726
Goodhart C., 126, 265, 439, 569, 571, 726

BCU "LUCIAN BLAGA" CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Gordon D., 190, 368, 403, 409, 410, 412, 414, 418, 425, 449, 541, 722
Gorton G., 260, 726
Gramm W., 508, 725
Grandmont J., 493, 499, 500, 726
Greenfield R., 150, 726
Gregoriou A., 442, 443, 728
Grier K., 437, 726
Grilli V., 438, 441-443, 726
Grossman H., 259, 420, 575, 725, 727
Gurley J. G., 140, 141, 177, 255, 704, 727

H

Hahn F., 261, 721, 727
Hall R., 149, 150, 281, 343, 727
Handa J., 402, 727
Harris L., 699, 727
Harrison B., 440, 442, 443, 727-729
Havrilesky T., 421, 434, 436, 444, 445, 727
Hayek F., 7, 118, 147, 284, 471, 535, 538, 545, 672, 681, 683-685, 687, 727
Healey N., 440, 442, 443, 727-729
Hellwing M., 520, 727
Herbei M., 724
Hercowitz Z., 437, 721, 724
Hibbs D., 433, 727
Hicks J., 7, 142, 143, 181, 282, 302, 503, 515, 619, 690, 705, 719, 727
Hodgman D., 185, 727
Hoggarth G., 571, 727
Holtrop M. W., 465, 592, 727
Hooper P., 332, 723
Hoover K., 298, 727
Horvitz P., 264, 722
Hubbard R., 310, 334, 727
Huerta de Soto, 279, 727

I

Ilieva J., 442, 443, 728
Imbrohoroglu A., 576, 728
Irwin R.D., 177, 728, 734
Isărescu M., 367, 373, 569, 571, 728

J

Jacklin C., 263, 728
Jacobson T., 571, 728
Jafay J., 448, 722
Jaffee D., 185, 728
Jagannathan R., 263, 724
Johnson H., 296, 484, 552, 559, 575, 728
Jordan J., 241, 242, 728

K

Kaldor N., 553, 555, 728
Kalecki M., 140, 141, 708, 728
Kane E., 264, 446, 722, 728
Karnosky D., 598, 735
Kashyap A., 310, 728
Kaufman G., 264, 266, 722, 728
Keynes J. M., 7, 12, 13, 26, 72, 77, 118, 121, 138, 139, 143, 144, 302, 336, 462, 469, 470-482, 495, 503-505, 533, 535, 536, 541, 553, 558, 564, 594, 597, 599, 600-602, 604, 606, 653, 673, 681, 687-691, 694, 695, 697, 708, 712-714, 719, 728
Kindleberger C., 136, 137, 258, 410, 569, 728
King R., 568, 728
Kiriţescu C., 14, 15, 42, 57, 62, 234, 371, 452, 463, 622, 636, 728
Kirzner I., 590, 728
Kismer F., 440, 443, 729
Klein B., 284, 729
Knapp F., 147, 729
Knight F., 542, 729
Koopmans T., 592, 729
Kornai J., 128, 729
Koskela E., 187, 729
Krosner R., 148, 724
Kurihava K., 307, 729, 731
Kydland F., 368, 409, 541, 729, 732

L

Laffargue J., 410, 569, 728
Laffont J., 264, 729
Laidler D., 143, 144, 254, 296, 488, 729

BCU IAŞI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Laney L., 438, 722
Lange O., 676, 729
Largier F., 168, 432, 729
Laubach T., 369, 723
Lecaillon J., 673, 730
Leiderman L., 473, 721, 724
Leinjonhufvud A., 503, 691, 729
Lerner A., 661, 729
Leroux A., 555, 729
Levacic R., 189, 729
Levhari D., 133, 729
Lewis K., 419, 729
Lintner J., 481, 729
Lipsey R., 318, 676, 705, 722, 729
Lorie M., 499, 500, 729
Lucas R., 329, 330, 404, 435, 449, 541, 544, 566, 567, 680, 729
Luckett D., 613, 729
Lutz F., 613, 729
Lutz V., 613, 729

M

Machlup F., 558, 729
Mankiw N., 342, 343, 725, 727, 730
Mann C., 332, 723
Marchal J., 673, 730
Marini F., 260, 730
Markowitz H., 481, 730
Marshall A., 464, 467-470, 477, 526, 533, 730
Masciandaro D., 438, 441-443, 726
Masera R., 615, 730
Masson P., 374, 730
Mayer T., 443, 446, 701, 728, 730
McCallum B., 309, 343, 730
Meade J., 343, 730
Meiselman D., 616, 730
Meltzer A., 136, 174, 180, 275, 296, 298, 304, 333, 421, 513, 696, 698, 723, 724, 730
Menger C., 113, 145-147, 150, 280, 730
Mester L., 447, 730
Michener R., 425, 730
Milgrom P., 256, 730
Miller M., 516, 524, 730
Mises L., 7, 36, 126, 130, 131, 145, 147, 279, 280, 545, 581, 588, 589, 683, 730
Mishkin F., 291, 311, 315, 369, 571, 723, 725, 730
Modigliani F., 180, 185, 305, 307, 617, 619, 698, 728, 730, 731
Molin J., 571, 728
Motley B., 493, 494, 731
Mouchot C., 673, 731, 733
Mounts W., 450, 723, 735
Mullineaux D., 267, 731
Mundell R., 31, 598, 599, 731
Mungiu-Pippidi A., 431, 731
Munteanu C., 19, 731
Muth J. F., 327, 542, 680, 731
Myrdal G., 683, 731

N

Nagatani K., 707, 731
Nechita R., 247, 731
Negrea R., 41, 731
Newlyn T., 461, 463, 476, 731
Neyapti B., 439, 724
N'Guessan T., 189, 731
Niehans J., 524, 731
Nordhaus N., 432, 731
Norhaus W., 591, 733

O

Oh S., 424, 427, 726
Ohlin B., 471, 504, 731
Olson M., 188, 431, 731
Orlean A., 147, 411, 721, 731
Orr D., 516, 518, 730, 731
Ostroy J., 513, 731

P

Parkin M., 552, 725
Parly M., 499, 723
Patat J. P., 731
Patinkin D., 26, 132, 133, 138, 496, 497, 529, 532, 534, 535, 538, 539-542, 676, 699, 701, 703-705, 707, 709, 710, 718, 729, 731

BCU CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Pearce D., 680, 725
Perlman M., 35, 513, 522, 529, 732
Perry G., 577, 721
Person T., 437, 732
Pesek B., 114, 141, 704, 732
Phelps E., 296, 322, 325, 566, 732
Phillips A., 318, 565, 732
Phillips C., 170, 732
Pigou A. C., 139, 464, 467-469, 533, 699, 700, 707-710, 732
Poncet P., 490, 721
Poole W., 692, 732
Popa C., 343, 369, 371, 373-375, 732
Posen A., 369, 723
Postlewaite A., 262, 732
Prescott E., 368, 409, 541, 576, 728, 729, 732

R

Ramey V., 311, 333, 732
Reis R., 571, 727
Renversez F., 125, 732
Ricardo D., 7, 64, 162, 164-166, 465, 504, 526, 528, 553, 646, 673, 732
Roberson D., 592, 732
Roberts J., 256, 730
Robinson J., 614, 661, 732
Rogoff K., 410, 426, 732
Roll R., 606, 732
Roosa R., 185, 732
Rothbard M., 168, 279, 280, 581, 590, 592, 613, 732
Rubini N., 437, 721
Rudebusch G., 301, 733
Rudin J., 419, 733
Ruffini P., 132, 733

S

Sachs J., 434, 721
Salsman R., 422, 733
Samuelson P., 7, 135, 318, 591, 733
Saporta V., 571, 727
Sargent J., 541, 594, 598, 733
Sargent T., 541, 598, 617, 680
Savastano M., 374, 730
Saving T., 114, 131, 141, 704, 732, 733
Saving J., 508, 519
Say J. B., 480, 499, 580, 672-674, 676, 733
Schotta C., 701, 733
Schumpeter J., 118, 293, 714, 733
Schwartz A., 123, 240, 296, 336, 339, 358, 425, 487, 569, 726, 733
Sechrest L., 278, 733
Selgin G., 136, 266, 278, 733
Sharpe W., 481, 733
Shaw E. S., 140, 141, 177, 255, 704, 727
Shiller R., 617, 733
Shugart W., 189, 268, 733
Sigler G., 431, 733
Simon G., 308, 726
Singleton K., 261, 722, 723
Smets F., 301, 734
Smith A., 34, 113, 147, 465, 526, 646
Smith V., 268, 734
Solow R., 318, 733
Sowell C., 450, 723
Sowell T., 673, 734
Stancu I., 481, 730, 734
Stein J., 424, 707, 734
Stere T., 491, 722
Stiglitz J., 186, 313, 471, 734
Stock J., 342, 725
Stuart Mill J., 64, 271, 465, 526, 734
Summers L., 443, 721, 734
Sunil S., 374, 730
Sutch R., 617, 619, 731
Svenson L., 437, 440, 732
Şeulean V., 724

T

Tabelini G., 410, 438, 440, 443, 721, 726
Taylor J., 300, 308, 309, 332, 333, 343, 734
Taylor M., 652, 734
Tobin J., 23, 177, 180, 305, 343, 481, 482, 485, 514, 516, 517, 519, 521, 615, 695, 734
Tollison R., 189, 448, 733
Toma M., 189, 448, 734
Trebici V., 517, 734

Triffin R., 85, 88, 734
Tsiang S., 499, 501, 503, 504, 517, 734
Tsitsannis N., 442, 443, 728
Tucker D., 502, 734
Tullock G., 135, 188, 429, 735
Turgot A., 147, 735

U

Udrea I., 304, 311, 332, 334, 364, 491, 722

V

Van Huyck J., 442, 575, 724, 727
Varnetti P., 432, 735
Vaubel R., 137, 735
Vickers J., 416, 417, 735
Vives X., 262, 732
Volcker P., 735
Vredin A., 571, 728

W

Wagner H., 440, 443, 729
Walsh C., 300, 427, 428, 735
Waldo D., 260, 735
Wallace N., 541, 733
Waller C., 445, 735
Walras L., 114, 117, 118, 137, 456, 674-678, 709, 735
Walters A., 493, 735
Watson M., 568, 725
Webb S., 439, 724
Weber M., 147, 446, 735
Weintraub R., 410, 444, 735
Weiss A., 186, 313, 734
Weizsäcker C., 343, 735
White L., 136, 266, 278, 281, 422, 733, 735
Wicksell K., 35, 114, 146, 479, 526, 594, 596, 599, 604, 672, 681-683, 687, 699, 704, 709, 735
Willet T., 438, 443, 722, 735
Wintrobe R., 188, 723
Wooley J., 410, 444, 735

Y

Yeager L., 136, 150, 726, 735
Yohe W., 598, 735
Younes Y., 499, 500, 726

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

INDICE DE TERMENI

A

Abordare
- — conceptuală, 111, 129, 150
- — formală, 112, 150
- — funcțională, 111, 112, 129, 143, 150
- — instituțională, 145, 150

Acoperire (*Hedging*), 46, 47, 51, 56, 68, 83, 84, 86, 87, 163, 170, 171, 272, 280, 473, 547, 636, 638, 657, 662

Acord
- — Basel (I, II), 255
- — Bretton Woods, 76, 78-80, 82, 84, 87, 90-92
- — Kingston, 99

Accelerator, 470

Active
- — bancare, 230, 232, 233, 235-238, 244, 254, 262, 263, 382
- — fără risc, 143
- — monetare, 138, 141-144, 154, 155, 178, 230, 472, 481-484, 486
- — lichide, 2, 149, 150, 152, 155, 177, 178, 181, 257, 258, 354, 366

Actualizare, 575, 582, 583, 589

Acțiuni, 88, 122, 139, 304-307, 312, 313, 315, 335, 484, 485, 639, 643, 658, 696

Agio, 580

Alocare, 10, 16, 102, 103, 358, 400, 511, 515, 549, 567, 584

Agregate
- — creditului, 333, 340, 344, 353
- — monetare, 1, 2, 22, 70, 143, 151-154, 178, 229, 230, 298, 340, 341, 344, 349, 350, 352-358, 361, 362, 365, 366, 368, 369, 426, 693, 694

Anticipații
- — adaptive, 322, 324, 327, 329, 409, 616, 678-680
- — extrapolative, 324, 409, 424, 605, 616
- — raționale, 260, 264, 288, 303, 322, 324, 327-329, 331, 405, 408, 409, 411, 425, 434, 436, 489, 541, 542, 544, 566, 605, 617, 649, 679, 680

Angajamente, 58, 94, 101, 140, 141, 152, 192, 194-196, 199-204, 208, 219, 225, 227-230, 233, 239, 243, 244, 288, 300, 374, 398, 406-409, 411, 413, 414, 427, 449, 451, 453, 631, 637, 642

Apreciere, 122, 335, 349, 350, 364, 375, 387, 475, 625, 631, 632, 637, 638, 655, 664

Arbitraj, 386, 472, 480, 604, 609, 612, 619, 626, 635, 636, 646, 648, 653, 654, 656, 688

Asignate, 271

Asigurare, 45, 77, 95, 159, 189, 204, 257, 259, 269, 280, 317, 341, 342, 344, 345, 377, 411, 414, 428, 437, 451, 453, 566, 568-570, 578, 631

Aur, 2, 14, 38, 40-49, 51, 52, 55, 56, 58-86, 90, 91, 93, 94, 99-102, 109, 130, 157, 158, 164-166, 175, 248, 266, 267, 270, 272-274,

BCU CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

276-283, 293, 295, 350, 480, 526, 527, 531, 546, 659, 668
Autorităţi monetare, 87, 106, 108, 151, 204, 221, 240, 369, 380
Avere umană, 307
Avuţie, 2, 3, 14, 40, 138-141, 143, 174, 429, 527, 705, 706

B

Balanţă de plăţi, 85, 86, 89, 234, 235, 237
Bancă
— centrală, 48, 49, 51, 52, 55, 64, 65, 67-70, 72, 73, 77, 79, 80-84, 87, 89, 90, 93, 97, 98, 100, 104-106, 108, 109, 134, 152, 155, 158, 159, 161, 163, 165-168, 170, 172-178, 180-182, 188-193, 198-200, 202-204, 206-208, 210, 213-227, 229-233, 235, 237-245, 247-249, 251-255, 259, 262, 264, 265, 269-271, 274-276, 279, 280, 288, 291-293, 296, 299-301, 303, 306, 308, 309, 317, 328, 330-332, 335-337, 339-346, 348-358, 361-390, 392-428, 437-453, 531, 566, 568-575, 577, 578,595, 596, 603, 609, 623, 634, 652, 659, 665, 668, 670, 724
— comercială, 52, 54, 55, 65, 87, 89, 158-160, 163, 164, 166, 167, 170, 172, 174, 175, 177, 180-183, 186-189, 191, 193, 197, 198, 200, 202, 203, 207, 214, 218, 220-226, 230-233, 235, 237, 240, 242, 243, 245, 249, 250, 253, 255, 262, 265, 268, 273, 274, 276, 280, 283, 300, 311, 342, 350, 354, 357, 363-365, 379-396, 398-402, 422, 423, 445, 451, 453, 573, 594-596, 603, 629, 718
— de afaceri, 187, 204, 266, 401, 630, 631, 634
— de depozite, 52, 53, 73, 77, 160, 166, 168, 170, 172, 204, 218, 226, 237, 257, 258, 272, 282, 383, 631
— de emisiune, 48, 49, 164, 288
Banca Angliei, 52, 70, 165, 266, 267, 273
Banca Centrală Europeană, 107, 108, 158, 335, 344, 345, 367, 389, 422, 441
Banca Franţei, 90, 270, 271
Banca Internaţională de Reconstrucţie şi Dezvoltare, 80
Banca Mondială, 80, 97, 98
Banca Naţională a României, 49, 50, 151-153, 221, 279, 332, 335, 345, 491
Banca Reglementelor Internaţionale, 80, 301
Bancor, 77
Bancnote, 9, 45-55, 64-66, 68-70, 72, 81, 108, 109, 132, 151, 152, 158, 164-166, 170, 172, 178, 248, 250, 266, 267, 271-274, 276-280, 283, 288, 348, 465, 628, 631
— convertibile, 11, 45, 64, 248, 266, 272, 273
— neconvertibile, 11, 49, 55, 272
Banking
— *Act*, 268, 272, 733
— *School*, 164
Bani, 4, 7-10, 12-14, 16, 17, 33, 38, 52, 56, 113, 127, 128, 143, 144, 154, 271, 279, 284, 292, 302, 305, 463, 499, 535, 551, 552, 581, 600, 673, 681, 687, 697, 704, 724, 727, 728, 732
Bază monetară, 55, 153, 158, 163, 166, 174, 177, 181, 240, 242, 353, 355-357, 384, 391
— endogenă, 156, 356
— exogenă, 340, 341, 356
Bilanţ
— băncii centrale, 159, 191, 222, 235
— băncilor comerciale, 191, 235
Bilete
— de bancă, 45, 48
— de hârtie, 43, 45-47, 50, 68, 225, 546
— reprezentative, 45
— convertibile, 48
Bimetalism, 61-63, 65, 273, 293
Birocraţie, 188, 444, 446 - 450
Bonuri de tezaur, 49, 152, 178, 382
Broker, 633
Buget, 54, 110, 188, 226, 242, 296, 400, 450, 497
Baloane speculative, 259, 269, 658
Bunuri
— de consum, 11, 127, 132, 133, 139, 161, 530, 562, 580, 587, 591, 683-686, 695
— de echipament, 684, 686, 688, 689
— private, 134, 135
— publice, 134, 135
Bursă, 61, 160, 255, 336, 640, 643

C

Call, 639, 640-642

Canal de transmisie
— activului net, 310, 312, 314
— anticipațiilor, 292, 317
— averii, 307, 310, 314, 316
— creditului, 309, 310, 311, 314, 315, 333, 334
— cursului de schimb, 292, 331, 356
— prețurilor, 292, 293, 304, 307, 314
— ratei dobânzii, 292, 300-304, 308, 309, 331-333, 364, 366
Capcana lichidității, 690, 694, 695, 718
Capital, 5, 16, 31, 38, 58, 67, 70, 72, 75, 76, 79, 87, 89, 90, 92, 97, 98, 102-106, 109, 118, 122, 123, 133, 152, 153, 160, 229, 237, 251, 252, 267, 270, 273, 284-290, 297, 302, 305-307, 312, 333, 346, 347, 352, 353, 356, 357, 362-367, 371, 374, 378, 379, 384, 385, 390, 395, 398, 400, 401, 423, 429, 439, 440, 453, 474, 479, 481, 483-486, 492, 509, 510, 518, 522, 525, 528, 537, 553, 567, 580, 590-593, 595, 596, 599, 603, 604, 612, 614, 615, 618, 645, 650-653, 655, 658, 663-665, 682, 684, 685, 687-689, 695-697, 701, 702, 705, 706, 714, 722, 723, 725, 727-729, 732, 733
Cerere
— agregată, 298, 355,
— de bunuri, 133, 139, 482, 496, 497, 499, 500, 502, 505-507, 512, 590, 655, 674, 676, 685, 688, 695, 700, 709, 712
— de credite, 184, 186, 187, 196, 289, 363, 364, 381, 591-593
— de monedă, 1, 4, 5, 9, 10, 23, 26, 124, 130, 131, 133, 143, 193, 205, 244, 345, 277, 294, 347, 455-459, 461, 463, 464, 468, 469, 472-478, 482, 484, 485, 487-489, 491, 493-497, 501-507, 512-514, 516, 520, 523, 523, 533, 534, 539, 563, 572, 574, 598-602, 626, 668, 676-678, 688, 690-693, 696, 697, 700, 703, 710, 712-714, 716
— totală, 461, 505, 676
Certificate de depozit, 45, 51, 152, 383
Ciclu, 65, 67, 168, 360, 361, 376, 432
— de viață, 307
— politico monetar, 168, 432, 433
Clasici, 64, 117, 465, 526, 528, 529, 541, 580, 672, 673
Coeficient *q*, 305
Concurență
— băncilor, 252, 269, 282, 399, 401
— imperfectă, 557
— monedelor, 269, 283
— monopolistă, 142, 557, 558
Conferință
— Bretton Woods, 58, 59, 76, 77
— Kingston, 92, 105
— Genova, 59, 71, 73
Consum, 11, 16, 26, 30, 36, 39, 40, 118, 127, 128, 132, 133, 135, 136, 139, 161, 269, 297, 302, 307, 308, 311, 314, 315, 347, 375, 398, 463, 470, 479, 481, 506, 508, 509, 511, 513, 522, 530, 549-551, 553, 562, 580, 587, 591, 600, 607, 646, 651, 660, 662, 683-686, 689, 695, 697, 698, 700, 701
Consumator, 17, 29, 128, 132, 133, 284, 303, 307, 310, 316, 317, 430, 431, 483, 492, 497, 699
Constrângere
— bugetară, 180, 483, 496-498, 500-502, 505, 509, 520, 521, 677
— externă, 88, 365
Contracte standardizate, 639, 642
Contrapartida masei monetare, 160, 175
Control
— agregatelor monetare, 350, 352, 353, 355-357, 362, 365, 366, 368, 693, 694
— creditului, 189, 340, 357, 358, 365, 366, 397, 399
— valutar, 75, 77, 79, 92, 229, 340, 625, 627, 644, 656
Conturi
— băncilor, 158, 223, 226-228, 232
— trezoreriei, 161, 162
— de depozite, 160, 162, 228, 250
— curente, 53, 55, 198, 202, 203, 210, 212, 221, 227, 228, 232, 566, 650
Constrângere
— bugetară, 180, 483, 484, 496-502, 504, 505, 509, 520, 521, 677
— externă 31, 88, 365, 649
Contrapartida masei monetare, 56, 160, 175, 191, 193
Convertibilitate, 49, 64, 66, 68-72, 75, 79, 80,91, 229, 266, 272, 281, 288, 546, 547, 659, 668

Cooperative de credit, 53, 159
Cost
— creditului, 187, 358, 362, 363, 365, 381, 398, 587, 603, 682
— de gestionare a rezervelor, 183, 252, 254, 278
— de informare, 34, 35, 37, 39, 124, 135, 250, 285, 507, 508, 513, 712
— de producere a monedelor, 250, 251, 254, 283, 284, 287
— de tranzacționare, 34, 35, 119, 131, 135, 136, 154, 250-252, 256, 282, 285, 347, 508, 513-515, 517-519, 521, 522, 524, 568, 640, 646, 656, 712, 722-725, 727, 729, 731, 733
— inflației, 372, 404, 574, 578
— trocului, 34
Cotație
— certă, 629, 632, 637
— incertă, 629, 637, 648
Cote-părți, (la FMI) 103
Creație monetară, 160, 161, 164, 168, 197, 204, 222, 243, 244, 245
Creanțe, 56, 75, 86, 101, 126, 139, 160, 165, 169, 191, 193-196, 230, 235, 281, 300, 385, 386, 397, 631
Credibilitate, 188, 250, 251, 253, 260, 265, 284, 285, 288, 322, 324, 327, 331, 347, 368, 370, 372, 377, 403, 409-412, 414, 420, 422, 425, 428, 450-453, 489, 566, 578, 724
Credit
— de consum, 580, 686
— extern, 68, 86, 577, 622
— intern, 196, 531
— de producție, 580, 592
— pe termen scurt, 74, 80, 159, 608, 612
— pe termen lung, 107, 159, 589, 608
— pe termen mediu, 80, 159
— public, 49, 607
Creditori, 7, 8, 53, 78, 125, 160, 254, 255-258, 312, 315, 347, 348, 580, 584, 587, 592, 607, 717
Criterii de convergență, 107, 452
Cumpărare
— fermă, 383
— la termen, 383, 639
Curbă
— J, 660, 661, 667
— Phillips, 121, 317-322, 324-326, 328, 329, 536, 565, 577, 679
Currency Board, 350, 351, 451
Currency School, 164, 266, 273
Curs
— de echilibru, 649, 651
— de schimb, 5, 19, 64-66, 70, 76, 78, 79, 93, 94, 102, 107, 153, 175, 176, 189, 230, 235-237, 239, 252, 292, 331, 332, 340, 341, 349-352, 355, 363-365, 369, 373, 375, 376, 398, 405, 525, 603, 604, 621, 622, 625, 627-629, 632, 634, 635, 640, 644, 645, 647-670
— fix, 72, 73, 76, 80, 81, 88, 92, 93, 95, 101, 105, 175, 230, 235, 342, 350, 352, 412, 440, 622, 656, 659-663, 666-670
— flotant, 90-92, 101, 175, 230, 235, 331, 350, 353, 604, 638, 656, 662, 666-669
— forțat, 49, 68, 276, 546
— la termen, 637, 638, 642, 644, 653, 654
— la vedere, 637, 638, 653, 654
— legal, 14, 48, 50, 623, 627

D

Datorie publică, 107, 336, 374, 385, 396, 440
Debitori, 46, 53, 185, 255-257, 313, 348, 584, 592, 607, 717
Decalaj (*Lag*), 292, 309, 362, 371, 660
Deficit, 66, 68, 82-89, 101, 107, 161, 229, 233-235, 239, 296, 299, 300, 356, 374, 564, 566, 567, 593, 650, 657, 661
Definiții
— agregatelor monetare, 153, 154
— monedei, 2, 59, 101, 151, 154
Deflator, 375, 456
Deflație, 26, 168, 247, 300, 303, 336, 337, 346-348, 393, 451, 565
Demonetizare, 93, 99, 165
Depozite
— la termen, 52, 152, 153, 178, 198, 201, 202, 210, 213, 214, 219, 227, 228, 242, 244, 364, 383, 391

— la vedere, 52, 53, 55, 73, 87, 90, 151, 152, 159, 160, 162, 167, 169, 178, 198-202, 208, 210, 213, 214, 218, 219, 222, 226, 227, 240, 242, 391
— în valută, 152, 153, 391
Deport, 604, 637, 638, 654, 655
Depreciere, 64, 70, 85, 87, 88, 101, 271, 287, 332, 349, 350, 375, 387, 566, 567, 632, 637, 649, 652, 663-667
Dereglementare, 399, 644
Derivative, 372, 633, 635, 639, 644
Devalorizare, 71, 76, 82, 83, 91, 104, 350, 380, 474, 614, 660, 667
Devize, 59, 69, 70-78, 82, 83, 86, 165, 220, 222, 226, 232
Dezechilibru, 79, 86, 187, 325, 463, 506, 513, 546, 566, 666, 677, 707, 710, 711, 716
Diferențialul ratelor dobânzii, 654, 655, 657
Dihotomie, 676, 678, 683, 707-709
Disagio, 277
Discount, 637
Disponibilități bănești
— medii, 458-460, 462, 505, 574
— reale, 26, 139, 458, 538, 539, 544, 572, 575, 672, 698-710, 712
Dividente, 473
Dobândă
— activă, 423, 587, 603
— creditoare, 603
— de piață, 386, 594
— debitoare, 184
— *ex ante*, 583, 584, 589, 591, 594, 599, 602, 605
— *ex post*, 583, 584, 605
— netă, 587
— nominală, 303, 483, 579, 584-586, 594, 596, 598, 611
— pasivă, 423
— reală, 104, 303, 364, 376, 584-586, 589, 591, 598, 599, 605, 606
Dolarizare, 62, 237, 351, 623
Drepturi speciale de tragere (la FMI), 84, 93, 101

E

Economie
— de schimb, 148, 705
— deschisă, 31, 429
— monetară, 1, 3, 4, 6, 7, 10-13, 18, 21, 26-31, 39, 65, 111, 113, 145, 147-149, 156, 229, 275, 281, 298, 349, 455, 496, 499, 502, 504, 513, 591
— naturală, 34
Efecte comerciale, 46, 159, 631
Economisire, 16, 127, 399, 463, 466, 470, 479, 553, 591, 600, 685, 705, 706
Ecu, 105, 109
Ecuație
— Cambridge, 466-469, 491, 532, 533, 538, 676-678, 717
— schimbului, 23, 24, 294, 454, 463, 464, 466-468, 529, 532, 547
Echilibru
— dinamic, 128
— general, 3, 118, 282, 524, 672, 674, 675, 700, 709, 710
— extern, 66, 341
— macroeconomic, 127, 569
— monetar, 1, 4, 5, 9, 10, 20, 23, 393, 463, 488, 532, 533, 535, 539, 678
— Nash, 264
— pieței muncii, 674
— static, 128
— temporar, 705
— walrasian, 513, 681
Efect
— avere, 297, 307, 387, 697, 698, 703, 704, 710
— cantitativ, 383, 384, 387, 388, 392, 394
— de finanțare, 601, 602
— de lichiditate, 601, 703, 704
— disponibilităților bănești reale, 26, 139, 538, 539, 544, 672, 698-710, 712
— Fisher, 594, 596, 599, 604
— Keynes, 594, 599, 601, 604
— Pigou, 139-141, 699, 708
— valoric, 384, 392
— venit, 601, 602
— Wicksell, 594, 596, 604, 682, 699
Eficacitatea marginală a capitalului, 599, 689, 695
Elasticitate, 26, 184, 284, 390, 487, 490, 516-518, 534, 539, 540, 562, 573, 575, 660, 661, 700

BCU IAȘI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Emisiune, 1, 45-49, 51, 52, 64, 70, 72, 77, 78, 127, 134, 157, 163-165, 181, 244, 245, 266, 271-273, 279, 286-288, 363, 384, 474, 502, 588, 717
Endogenă, 24, 167, 180, 290, 563
Etalon
— aur, 59, 64, 66, 67, 69-75, 78, 82, 164, 99, 293, 350
— de măsură a valorii, 64, 99, 121, 129
— dolar, 82, 405
— preţurilor, 509
Eurizare, 62, 237, 351, 623
Euro, 50, 51, 62, 100, 102, 104, 105, 108, 109, 117, 125, 134, 158, 236, 237, 525, 621, 623-625, 627-631, 640, 644, 651, 653, 654, 663 - 665
Eurovalute, 87, 637
Exchange Rate Mechanism, 94, 105, 106
Exogenă 167, 176, 340, 341, 469, 488, 563, 599, 688

F

Federal Reserve System (Fed), 189, 343, 344, 448, 723, 727, 733, 734
Fiat Money, 48, 132
Fiduciar, 47-49, 52, 56, 132, 151, 163, 165, 275, 281, 283, 286, 339
Finanţare
— directă, 255
— indirectă, 255
— monetară, 355, 356, 358, 711
Finanţator de ultimă instanţă, 159, 249, 262, 264, 265, 266, 269
Flotare
— controlată, 398
— impură, 91, 670
— liberă, 94
Fondul European de Cooperare Monetară, 105
Fondul Monetar Internaţional, 79, 80, 84, 86, 92-103, 125, 300, 353, 670
Formula rădăcinii pătrate, 515, 516, 519
Free Banking, 163, 247, 248, 254, 259, 262, 265, 266, 268, 269, 275, 278, 279, 289, 290, 450, 453, 454, 725, 729, 732-734
Funcţie
— de cerere, 470, 674, 677, 702, 709, 712
— de consum, 470
— de investiţii, 688, 689, 690
— de ofertă, 674
— omogenă, 486, 491, 675, 677
— de producţie, 133, 518, 519, 689, 701-703
— de utilitate, 132, 133, 188, 190, 427, 497, 509, 524, 699
Funcţiile monedei, 1, 57, 58, 60, 111, 112, 114, 119, 124, 126, 128, 129, 270, 275, 281, 626
Fuga fondurilor din sistemul bancar, 173
Futures, 160, 609, 642, 643, 657

G

Gold Bullion Standard, 71
Gold Exchange Standard, 59, 70, 71, 82, 166
Gold Standard, 58, 63, 164, 350
Gold Specie Standard, 64
Green Backs, 272
Grupuri de presiune, 410, 429-431, 433, 444, 445, 577, 578, 669

H

Habitat preferat, 618, 619
Hiperinflaţie, 261, 327, 351, 453, 572, 623, 650, 704

I

Identificare (problema), 488
Iluzie
— monetară, 26, 321, 322, 324, 326, 457, 458, 674, 675, 679, 704
— terminologică, 15-17
Impozit pe inflaţie, 552, 553, 573-576
Incertitudine, 142, 256, 372, 394, 412, 416, 423, 425, 426, 473-476, 482, 542, 614, 615
Incoerenţă temporală, 409
Independenţa băncii centrale, 97, 189, 373, 428, 437, 440, 443, 444, 447, 448, 450, 453

Inflație
— anticipată, 302, 322-324, 328, 331, 405, 409, 411, 413, 435, 484, 486, 572, 574, 586, 597, 605, 606, 611
— prin costuri, 121, 320, 558, 561, 562
— prin cerere, 558-560
— structurală, 375, 556, 557
— și creșterea economică, 555
Informare
— asimetrică, 255, 261, 263, 310, 312, 313, 315, 334
— imperfectă, 186, 261, 265, 426, 434, 543, 564, 680
— perfectă, 543, 564, 611, 674
Inovații financiare, 150, 154, 162, 355, 362, 366
Instabilitate, 3, 105, 254, 257, 267, 270, 271, 293, 365, 393, 568, 693
Instituții
— asimilate, 158, 159, 192, 198
— de credit, 159, 161, 192, 193, 198, 225, 354, 355, 398
— financiare, 53, 54, 152, 154, 158, 161, 177, 178, 180, 268, 334, 354, 355, 358, 366, 375, 397, 399, 445
Integrarea monedei, 518, 681
Intermediar
— de schimb, 36, 37, 39, 40, 111, 113, 123, 132, 146
— financiar, 161, 177, 178, 180, 226, 234, 244, 255, 257, 313, 355, 374, 480
Instrumente
— de plată, 52, 53
— financiare, 101, 282, 642
— monetare, 33, 46, 51, 56, 111, 229, 275, 371
— politicii monetare, 340, 341, 378, 396
IS-LM, 302
Investiții, 3-5, 89, 127, 153, 161, 178, 235, 244, 252, 263, 268, 285-287, 292, 296, 297, 302, 303, 305, 306, 311-314, 333, 346, 347, 350, 372, 429, 453, 470, 480, 504, 505, 506, 528, 552, 553, 555, 556, 591, 592, 595, 596, 600, 602, 607, 615, 621, 623, 651, 653, 682, 683, 685, 686, 688-691, 694-696, 705-707, 711-714, 716, 719

Î

Împrumut, 16, 49, 65, 68, 70, 89, 159-161, 181, 182, 186, 198, 199, 202, 206-210, 213, 214, 218, 219, 230, 231, 235, 238, 258, 295, 313, 381, 384, 387, 440, 457, 478, 588, 595, 611, 612, 644
Înclinație spre consum, 315, 481, 553, 697
Încredere, 48, 64, 74, 89, 132, 225, 251, 252, 258, 285-290, 409, 450, 453, 661, 662, 726

L

LIBOR, 362
Lege
— circulației bănești a lui Marx, 24
— scăderii ratei profitului, 554
— Gresham, 61
— prețului unic, 654
— Say, 480, 499, 672, 673
— Walras, 676-678
Libertate bancară (*Free Banking*), 266, 270, 271, 273-276, 288 454
Lichiditate, 2, 74, 77, 85, 88, 95, 103, 138, 143-145, 152, 154, 155, 158, 177, 178, 180-182, 197, 198, 204, 218, 224, 228, 249, 253, 254, 255, 257-259, 261, 262, 278, 306, 311, 315, 316, 336, 342, 352, 354-357, 362, 364, 366, 379, 380, 382, 384-397, 422, 471, 472, 476-480, 482, 485, 492, 496, 498, 499, 504, 505, 568, 570, 571, 595, 596, 599, 601, 602, 606, 615, 616, 644, 687, 689, 690, 694, 695, 703, 704, 712, 718
Linie de credit, 159

M

Masă monetară, 5, 10, 11, 21, 24, 56, 64, 67, 70, 73, 74, 85, 109, 112, 114, 151-154, 160, 162, 167, 169, 175, 191-193, 195, 196, 205, 206, 209, 217, 221, 227-232, 240-242, 245, 268, 276, 278, 294, 289, 296, 297, 299, 308, 316, 324, 330, 331, 335, 342, 344, 346, 353-356, 362, 371, 383, 387, 391, 397, 398, 405, 408, 411, 412, 417, 420, 424, 426, 428, 434, 435, 436, 464, 487, 491, 527, 528, 532, 538, 543, 545, 547, 566, 570-574, 577, 579, 601, 649, 668, 672, 679, 680, 683, 686, 701, 716, 717, 718

BCU CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Mecanism de transmisie, 9, 239, 292, 295, 297, 304, 307, 308, 311, 364, 568, 681, 696, 722
Metodă
— normativă, 18, 19, 21
— pozitivă, 18, 21
Mijloc
— de măsură a valorii, 112, 115, 119, 124, 128
— de plată, 14, 53, 78, 84-86, 99, 124-126, 138, 281, 626
— de rezervă, 68, 76, 86, 100, 112, 122-124, 128, 137, 138, 155, 457, 471, 479, 480, 482, 491, 626, 710
— de schimb, 14, 38-41, 112, 114, 119, 123-131, 135, 136, 138, 143-146, 148, 154, 155, 177, 250, 267, 281, 470, 471, 473, 474, 481, 495, 497, 498, 503, 587, 591, 626, 704, 711, 712
Model
— cu generații imbricate, 297, 298
— de echilibru, 524
— IS-LM, 23, 302, 304, 308-310, 690, 693, 717-719
— keynesian, 320, 690
— macroeconomic, 690
— Walras, 674, 681
Monedă
— centrală, 163, 164, 283
— comună, 277, 646
— de bancă, 51, 52, 163-167, 172, 178, 180, 283
— de cont, 11, 15, 51, 52, 55, 72, 131
— de credit, 47
— de hârtie, 33, 39, 44, 49, 50, 51, 53, 55, 56, 120, 131
— de rezervă, 69, 71-74
— divizionară, 15, 42, 43, 52, 55, 64, 72, 151, 225
— efectivă, 61, 457, 493
— externă, 140, 141, 270, 704
— fiduciară, 48, 132, 151, 163, 275, 283, 286, 339
— internă, 43, 64, 86, 140, 141
— internațională, 43, 64, 77, 78, 86, 125, 142, 621, 633
— legală, 390, 453
— marfă, 41, 55, 58, 59, 130, 131, 157, 293
— primară, 55, 153, 158, 161, 163-169, 171-173, 175, 176, 178, 180-182, 191, 197, 198, 204, 212, 213-218, 220, 221, 223, 225, 226, 228, 229, 232, 238, 240, 241, 244, 245, 270, 276, 277, 281, 283, 296, 348, 356, 380, 383, 385, 390, 392, 569, 718
— privată, 48, 247, 250, 270, 283, 286, 287
— scriptural, 15, 33, 39, 51-56, 77, 86, 87, 120, 151, 152, 159, 160, 161, 163, 164, 166-169, 171-173, 178, 180-182, 226, 240, 283, 296, 383, 457, 631
— simbol, 55, 59, 120, 130-132, 157, 225, 295
— unică, 58, 88, 77, 100, 104, 106-110, 134, 248, 271, 272, 276, 623
Monetarism, 21, 24, 28, 167, 352, 361, 492, 537, 695
Monetizare, 141, 360, 383, 593, 676
Monopol, 50, 74, 142, 165, 175, 183, 185, 248-250, 252, 254, 266, 270, 272, 273, 275, 276, 348, 429, 557, 558, 623
Motiv
— finanțare, 496, 504-507, 559, 602, 712-716, 718
— speculativ, 472, 475-477, 479, 480, 482, 507
— precauțional, 3, 472, 473-477, 480, 499, 501
— tranzacțional, 472, 473, 476, 477, 495, 498, 501, 505, 506, 716

N

Natura monedei, 1, 55, 111, 112, 114, 129, 133, 134, 138, 143, 471, 476, 708, 712
Neoclasici, 117, 138, 526, 542, 672, 708
Neutralitatea monedei, 117, 118, 298, 346, 671-674, 678-680, 686
Nivelul general al prețurilor, 3-5, 9, 24, 120, 133, 139, 153, 282, 283, 321, 322, 359, 456, 457, 458, 464-466, 484, 525, 531-533, 535, 539, 546, 546, 549, 550, 572, 597, 599, 632, 647, 648, 655, 671, 674-676, 699, 703, 710, 713
Noua economie clasică, 28, 541-543, 545, 564, 566

Noua economie monetară, 147-149, 275, 281, 282
Noua orientare, 177, 408, 695
Numerar, 52, 54, 109, 117, 118, 137, 152, 153, 158, 161-163, 166, 170, 172-174, 197-200, 207, 218, 221, 222, 226, 240-242, 253, 257, 281, 356, 390, 392, 394, 456, 457, 461, 465, 600, 631

O

Obiective
— finale, 291, 340, 341
— intermediare, 340, 341, 692, 693
— operaționale, 300, 340, 341
— politicii monetare, 153, 291, 339, 341, 342, 345, 417, 570
Obligațiuni, 122, 139, 179, 228, 305, 306, 315, 363, 382, 484, 485, 639
Ofertă
— birocratică, 449
— de bunuri, 332, 502, 503, 527, 531, 535, 589, 590, 655, 660, 674, 676, 677,
— concurențială, 269, 270
— de credit, 180-182, 184, 187, 196, 197, 205, 356, 386, 396, 398, 591-593, 597, 714, 717
— de monedă, 1, 5, 9, 87, 134, 157, 162-167, 173, 174, 176, 180, 181, 183, 184, 187, 189, 190, 205, 221, 223, 227, 240, 242, 243, 245, 290, 291, 294-297, 301, 302, 306, 353, 356, 369, 384, 386, 391, 426, 436, 457, 469, 488, 502, 537, 545, 563, 596, 597, 601, 677, 685, 688, 690, 691, 693, 698, 710, 714, 716
— endogenă, 167, 176, 180, 290, 563
— exogenă, 167, 176, 563, 599, 688, 691
Open market, 175, 190, 220, 222, 336, 370, 378, 380-390, 392-396, 419, 531, 571
Opțiuni, 160, 263, 278, 284, 386, 387, 509, 515, 639-642, 657
Overshooting, 537, 655

P

Pasive, 192, 195, 228, 230, 233, 236-238, 244, 423, 462, 618
Paradoxul lui Gibson, 596, 597
Paritate
— aur, 65, 66
— metalică, 65, 73, 78, 87, 350, 659
— puterilor de cumpărare, 645, 647, 649-652, 655, 656, 659,
— ratelor dobânzii, 645, 652-656
Patrimoniu, 8, 12, 123, 138, 212, 255, 297, 307, 316, 357, 437, 471, 482-485, 487, 536, 538-540, 545, 579, 695, 704, 710
Peel Act, 52, 165, 266, 273
Piață
— bunurilor, 34, 118, 127, 429, 501, 506, 534, 536, 544, 545, 548, 559,. 565, 594, 646, 655, 677, 688-691, 698, 700, 704, 706, 710, 713, 716-718
— creditului, 165, 167, 185, 187, 268, 315, 334, 589, 591-594, 599, 602, 604, 606, 718
— financiară 92, 94, 98, 99, 101, 160, 220, 221, 225, 255, 257, 268, 269, 310, 311, 315, 362, 363, 372, 374, 375, 377, 378, 418, 440, 475, 501, 570, 582, 587, 593, 604, 605, 609, 618, 619, 640, 644, 654, 669, 698, 713, 717
— interbancară, 182, 184, 335, 340, 341, 362, 366, 379, 381, 382-386, 389, 396, 440, 593, 633, 635
— internă, 5, 62, 65, 193, 232, 374, 632, 637,
— internațională, 5, 62, 67, 70, 87, 93, 98, 99, 101, 252, 268, 269, 562, 604, 605, 626, 632, 635, 646, 651
— ipotecară, 268, 269, 362
— la termen 609, 633, 635, 637, 638
— la vedere, 633, 635-636, 638
— liberă, 82, 83, 621, 634
— mâinii de lucru, 26, 563
— monetară, 160, 167, 182, 184, 348, 382, 391, 440, 469, 599, 600, 606, 637, 676, 688-691, 710, 716
— neagră, 635, 645
— oficială, 83, 645
— opțiunilor, 639
— perfectă, 10, 11, 646, 663, 664
— primară, 696
— secundară, 696
— valutară, 81, 87, 92, 93, 153, 175, 232, 237, 350, 363, 440, 621, 624-626,

628-631, 633-639, 642,644-647, 651, 652, 655, 656, 659, 663-666, 670

Politică
— activă, 342, 344, 361, 453
— bugetară, 97, 690
— de dezinflație, 67, 74, 362
— discreționară, 404, 406-409, 415, 416, 420, 424-426, 432, 434, 436, 449, 575, 679
— economică, 19, 82, 88, 92, 94-97, 107, 176, 252, 288, 292, 320, 342, 344, 345, 421, 429, 431, 433, 436, 437, 577, 610, 645, 656-658, 662, 669, 680, 683, 692, 708
— fiscală, 97, 110, 336, 340, 346, 373, 374, 452
— monetară, 3, 4, 26, 31, 74, 88, 89, 92, 97, 104, 106, 107, 109, 153, 157-159, 161, 167, 168, 176, 189, 190, 196, 203, 223, 226, 245, 253, 260, 288, 291-293, 298, 300, 301-309, 311, 315-317, 320, 322, 324, 327, 330-332, 334-337, 339-347, 349-354, 361, 362, 364, 365, 367-384, 387, 390-393, 395, 396, 399, 403, 404-417, 419-421, 423, 424-428, 432, 434, 438, 440, 444, 445, 448-453, 455, 478, 489, 545, 556, 564, 566, 568-570, 575, 577, 578, 593, 596, 601, 603, 649, 655, 656, 669, 679, 680, 687, 690, 692-694, 697, 703, 718
— prociclică, 292
— subordonată unei norme, 407

Portofoliu, 100, 122, 138, 174, 178-180, 194, 258, 263, 357, 363, 379, 380, 382, 386, 387, 472, 474, 481, 486, 501, 514, 614, 615, 652

Postulat
— absenței iluziei monetare, 26, 321, 326, 457, 458, 674, 675, 704
— omogenității, 675, 709

Poziție valutară, 300, 397, 631, 634

Plafonarea creditului, 341, 398, 399

Plasamente
— pe termen scurt, 28, 90
— pe termen lung, 28, 615

Preferință
— pentru lichiditate, 143, 178, 257, 471, 472, 476-480, 482, 485, 492, 504, 505, 599, 602, 606, 615, 687, 694, 712
— pentru prezent, 580, 581, 589

Premium, 580, 637, 639, 640, 698

Presiune morală (*Moral suasion*), 397, 401

Preț
— bunurilor, 66, 117, 120, 122, 297, 332, 497, 525, 527, 531, 548, 550, 562, 565, 581, 585, 594, 595, 651, 653, 675, 682, 685, 686,
— capitalului, 479, 525
— creditului, 183-185, 587
— cu amănuntul, 561-563
— muncii, 121
— timpului, 580-582, 588, 590, 592, 593
— relativ, 116-118, 120, 304, 332, 346, 347, 350, 376, 530, 535, 541-544, 546, 576, 581, 620, 674-676, 678, 680, 682, 685, 694, 700, 709

Principiu
— bancar, 165
— circulației, 164, 167

Protecție împotriva riscului, 253, 259, 474, 618-620, 636, 638-642, 644, 657, 662

Punctele aurului 64-66

Put 639-642

Putere de cumpărare, 49, 51, 120, 284, 534, 540, 553, 572

R

Raport
— *Bullion Report*, 71, 528
— Delors, 106
— Radcliffe, 143, 177, 301

Rată
— brută, 588, 607
— de actualizare, 575, 582, 583
— de capitalizare 582, 583
— de creștere a masei monetare, 245, 289, 299, 330, 331, 362, 408, 411, 424, 428, 434-436, 538, 572-574, 577, 679
— de referință, 363, 594
— dobânzii, 4, 5, 26, 106, 108, 118, 174, 176-179, 180, 184-187, 194, 196, 240, 241, 278, 284, 292, 295-297, 300-304, 306, 308, 309, 313, 316, 331-333, 335, 336, 340, 341, 344, 347-349, 353, 355-357, 362-367, 371, 372, 379-381,

BCU "STEFAN CEL MARE" SUCEAVA LIBRARY

384-387, 389, 398, 419, 422, 423, 428, 472, 473, 475-480, 482, 483, 492, 504, 505, 507, 512, 514, 515, 525, 570, 579-620, 640, 641, 644, 645, 650, 652-657, 672, 681-683, 685, 687-695, 697, 698, 710, 713, 717-719
— eficacității marginale a capitalului, 599, 687, 688, 695
— inflației, 107, 121, 174, 236, 284, 298, 302, 303, 309, 317-324, 328, 331, 343, 344, 367-373, 376, 377, 404-406, 409, 411-415, 417, 418, 5421, 424, 428, 434-436, 438, 439, 448, 449, 451, 484, 486, 525, 558, 565, 572-576, 578, 585, 586, 597-599, 603, 605, 606, 611, 647-649, 651, 657, 668
— naturală, 538, 594, 595, 681, 682, 685, 687
— netă, 588, 607
— nominală, 300, 303-305, 335, 336, 364, 483, 585, 586, 594-599, 611
— originară, 581, 582, 584
— reală, 296, 302-304, 335, 347, 479, 584-587, 589, 590-592, 594-600, 605, 606
— șomajului, 5, 297, 317, 318-321, 325, 326, 329-331, ,340, 341, 404, 414, 416, 536, 565, 571, 657, 679
Raționalizarea creditului, 183, 185-187, 261, 313, 355, 357, 398, 714
Real Balance Effect, 26
Refinanțare, 166, 180, 182, 183, 188, 189, 202, 220, 254, 342, 363, 365, 379, 380, 384, 386, 388, 390, 394, 398, 400-402
Regulă
— Friedman, 309, 425, 426
— Taylor, 309
Rentă, 189, 272, 429-431
Report, 459, 604, 637, 638, 654, 655, 698
Reputație, 267, 288, 337, 408, 413, 414, 417, 418, 451, 453, 475
Rescont, 65, 182, 341, 370, 378-385, 387, 388, 390, 392, 394, 571
Rezerve
— facultative, 199-204, 206-208, 210, 211, 214, 219-224, 227-229, 233, 241, 253, 384, 392, 395
— lichide, 199-201, 203, 204, 206, 208, 219, 223, 224, 227-229, 241, 348, 384, 389, 392, 395
— obligatorii, 90, 168, 174, 182, 188, 197-204, 206-208, 210, 211, 213, 214, 219-224, 226, 228, 229, 233, 240, 242, 253, 370, 378, 389-397, 571
— valutare, 73, 76, 86, 87, 89, 90, 99, 101, 104, 105, 175, 193, 230, 232, 236, 238, 351, 634
ROBID, 362
ROBOR, 362
Risc
— de lichiditate, 249, 258
— moral (*Moral hazard*), 186, 264, 265, 311-314, 707
— ratei dobânzii, 619, 620
— valutar, 398, 622-625, 634, 636, 638-642, 644, 657, 661-663

S

Salariu, 26, 37, 56, 121, 127, 188, 221, 226, 292, 317-322, 325, 326, 376, 421, 427, 435, 438, 440, 444, 445, 448, 450, 459, 481, 508, 510, 516, 554-556, 558, 560-564, 567, 577, 673, 683
Scont, 46, 47, 159, 165, 220, 379, 380, 383
Schimb
— direct, 37, 116
— indirect, 35, 36, 146
Sistem
— BFH, 281, 282
— actual, 43, 59, 81, 92, 93, 101, 272, 276, 282, 283, 331, 334, 651
— bancar, 73, 90, 127, 140, 153, 157, 159-164, 173, 175, 176, 178, 181-184, 190, 191, 195, 197, 206, 217-219, 223, 224, 226, 230, 232, 233, 243, 247, 248, 254, 255, 268, 269, 271-274, 281, 282, 293, 296, 311, 340, 350, 351, 354, 364, 365, 374, 384, 385, 388, 392-394, 399, 450, 454, 470, 568, 570, 608, 718
— Bretton Woods, 43, 58, 59, 76-87, 90-93, 99-102, 104, 162, 342, 659, 662, 668, 669
— de plăți, 188, 466, 531, 568, 569, 635
— economic, 9-13, 15, 18, 27, 29-31, 113, 140, 378
— financiar, 152, 157, 158, 177, 178, 334, 354, 365, 367, 373-375, 568, 608, 625

BCU "MIHAIL EMINESCU" LIBRARY

— Kingston, 43, 59, 92, 99, 105
— monetar, 10, 43, 57-60, 62-64, 67, 71, 78, 80, 81, 84, 85, 90-96, 99-101, 103, 106, 111, 157, 164, 225, 247, 283, 293, 295, 296, 331, 623, 651, 659, 668, 669, 671
Speculație, 3, 26, 62, 70, 74, 82, 90, 104-106, 259, 269, 475, 631, 634, 638, 640, 643, 658, 663-665
Speculator, 122, 475, 482
Stabilitate
— funcției cererii de monedă, 492
— monedei, 81, 105, 247, 269, 278, 556, 569-571, 649,
— prețurilor, 60, 64, 67, 94, 190, 299, 337, 339, 342, 344, 346-348, 369, 373, 410, 417, 418, 420, 425, 428, 434, 447, 448, 492, 552, 555, 556, 559, 567-571, 577
— sistemului financiar, 96, 567-570
Stagflație, 321, 451, 549
Sterilizare, 40, 239
Strategie de politică monetară, 189, 298, 309, 320, 344, 349-353, 362, 365, 367-369, 378, 577, 692, 693
Structură temporală a ratelor dobânzii, 607-611, 614, 615, 617, 619
Swap, 160, 619, 644, 657

Ş

Şcoala
— austriacă, 118, 145
— de la Cambridge, 464, 468, 469, 533-535,
— de la Chicago, 487, 491, 536
— suedeză, 683
Şomaj
— natural, 326, 331, 679
— permanent, 707

T

Tratatul de la Maastricht, 106-109
Teoria
— anticipațiilor raționale, 260, 264, 303, 327-331, 405, 408, 434, 541, 542, 566, 605, 617, 649, 680
— cantitativă, 20, 21, 23, 24, 28, 67, 292-300, 464, 466, 469, 491, 526, 528-532, 535-538, 540-542, 544, 545, 597, 671, 676, 678, 681, 708-710
— clasică, 20, 21, 23, 24, 28, 67, 293-295, 466, 529, 538, 565, 710
— creșterii economice, 714
— deciziilor publice, 187, 188, 669,
— jocurilor, 138, 188, 190, 259, 261, 403, 411, 424
— keynesiană, 20, 21, 23, 24, 121, 177, 180, 302, 303, 321, 478-480, 482, 558, 559, 565, 602, 707, 713
— neoclasică, 28, 298, 326, 491, 674, 707
— paritații puterilor de cumpărare, 645-652, 655, 656, 659
— paritații ratelor dobânzii, 604, 645, 652-656
— reglementativă, 259, 266, 269
— reprezentării (*Theory of Agency*), 256, 257, 310, 334
— selectării portofoliului optim, 138, 357, 481, 614, 615
— zonelor monetare optime, 106
Tezaurizare, 15, 43, 64, 68, 99, 466, 480, 559
Titluri
— private, 374, 379, 380, 383
— publice, 374, 382, 384-386, 389, 395, 396
Transparență, 96-98, 370, 372, 418-426, 428, 453, 464
Trezorerie, 77, 158, 161, 162, 225, 280, 313, 358, 380, 384, 385, 389, 395, 631
Troc, 2, 9, 10, 33-39, 148, 149, 284, 445, 453, 508, 513, 587

Ț

Țintirea inflației, 293, 344, 355, 367-378, 423

U

Unitate
— de calcul, 115, 117, 118, 281
— de cont, 101

Uniunea Economică şi Monetară Europeană (UEM), 49, 104, 106, 108-110, 153, 158, 162, 352, 452

V

Valoare
- — actualizată, 483
- — nominală, 26, 43, 59, 258, 276, 294, 456, 474
- — reală, 26, 41, 133, 139, 140, 283, 456, 458, 468, 469, 534, 548, 576, 674, 700, 703, 704, 709

Valori mobiliare, 607, 627

Variabile
- — economice, 26, 167, 174, 176, 177, 259, 261-263, 322, 327, 340, 348, 411 , 419, 421, 668, 717
- — financiare, 22
- — monetare, 9, 32, 340, 371, 372, 378,
- — nominal, 343, 533, 536, 537
- — aşteptat, 359, 360, 483

Venit
- — observat, 489
- — permanent, 307, 359, 360, 483-485, 487, 489, 490, 492-495
- — real, 283, 295, 467, 481, 486, 487, 533, 537, 538

Viteză
- — de circulaţie a monedei, 114, 115, 294, 299, 300, 353, 358-361, 463-469, 491, 496, 503, 505, 531, 713, 716
- — venit, 359, 360, 469, 491

Viramente, 52-54, 68, 624, 628, 630, 635

Vânzări
- — ferme, 383
- — la termen, 383, 636
- — pe credit, 125

Z

Zone monetare, 76, 104, 106, 109

Zonă euro, 94, 99, 104, 107, 109, 345, 368, 604, 653

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Silviu Cerna

Studii: primare şi liceale la Liceul Buziaş (1969); licenţiat al Facultăţii de Ştiinţe Economice, Universitatea din Timişoara (1973); doctor în ştiinţe economice — Universitatea „Al. I. Cuza" din Iaşi (1983).

Experienţă profesională: asistent univ. (1973–1983); lector univ. (1983–1990); conferenţiar univ. (1990–1993); profesor univ. (1993–prezent); decan al Facultăţii de Ştiinţe Economice, Universitatea din Timişoara (1992–1996); membru în Consiliul de Administraţie al Băncii Naţionale a României (din 1992).

Lucrări publicate (selectiv): *Opinii cu privire la tranziţia spre economia de piaţă* (1992); *Banii şi creditul în economiile contemporane* (1994); *Argumente pentru o nouă politică economică* (1995); *Sistemul monetar şi politica monetară* (1996); *Corupţia, birocraţia, directocraţia şi economia* (1996); *Unificarea monetară în Europa* (1997); *Moneda şi teoria monetară* (2000); *Banca centrală — credibilitate şi independenţă* (2002); *Teoria anticipaţiilor raţionale şi credibilitatea politicii monetare* (2004); *Central Banking in Eastern Europe* (colab.) (2004); *Economie monetară şi financiară internaţională* (coord.) (2006); *Teoria zonelor monetare optime* (2006); *Stabilitatea financiară* (coord.) (2008).

ISBN 978-973-125-224-7

BCU IASI/CEL